

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

A proteção do Consumidor de Serviços Financeiros

– Em especial sobre uso de informação enganosa na captação de investimento –

João Artur Pereira Serra

Dissertação de Mestrado Científico

Especialidade em Direito Bancário e Direito dos Seguros

Orientador: Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro

2018

Mestrado Científico em Direito

Especialidade em Direito Bancário e Direito dos Seguros

A proteção do Consumidor de Serviços Financeiros

- Em especial sobre uso de informação enganosa na captação de investimento -

João Artur Pereira Serra

Aluno nº 21926

Dissertação de Mestrado Científico

Orientador: Professor Doutor António Barreto Menezes Cordeiro

2018

AGRADECIMENTOS

Antes de dar início à exposição da presente dissertação, importa, antes de mais, agradecer a todos aqueles, sem os quais, a realização da mesma não seria possível.

As primeiras palavras de agradecimento são, naturalmente, para a minha família, pelo apoio incondicional, nomeadamente dos meus pais e irmão. Assim, como em nome da memória dos meus avós.

Em segundo lugar, uma palavra especial para a Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa por estes últimos sete anos de aprendizagem e ensino de excelência, da licenciatura ao mestrado. Mais do que uma aprendizagem académica, foi sobretudo um crescimento pessoal, que me enriqueceu a todos os níveis.

E em terceiro lugar uma palavra de agradecimento ao *staff da* biblioteca da FDUL, por toda a disponibilidade e cooperação.

E por último, mas não menos importante, ao orientador deste meu estudo, o Professor António Barreto Menezes Cordeiro, pela confiança e disponibilidade na ajuda à concretização do mesmo.

Lisboa, 8 de junho de 2018

RESUMO

A presente tese de mestrado versa sobre o tema da proteção dos consumidores de serviços financeiros, enquanto a parte mais fraca nas relações constituída com as instituições financeiras, no âmbito da comercialização de serviços e produtos financeiros. Trata-se, atualmente, de um tema constantemente na ordem do dia em Portugal fruto dos sucessivos escândalos financeiros que se têm verificamos e dos quais são vários os casos de cliente-lesados por alegadas condutas desleais e fraudulentas imputáveis às instituições financeiras, sobretudo na captação de investimentos.

O ponto de partida para a elaboração deste estudo será, assim, os recentes casos dos apelidados lesados do BES e BANIF. Ou seja, tendo como exemplos estes casos, pretendemos a partir da sua análise extrair quais são os problemas e desafios que os clientes/consumidores de serviços financeiros enfrentam, designadamente na procura por soluções de investimento do seu capital.

A este propósito iremos identificar e analisar quais os temas e matérias que importam considerar termos de proteção dos consumidores de serviços financeiros. Designadamente de quais são os seus direitos, da relevância exercida pela informação, da necessidade de regulação e supervisão da conduta dos prestadores de serviços financeiros, de quais os vícios ou falhas da regulação pública da informação que se assumem como negativas ou prejudiciais para os investidores e, finalmente, de quais são as medidas e mecanismos de disponíveis no nosso ordenamento jurídico para tutela destes.

Palavras-chave: consumidor; mercados financeiros; proteção dos investidores; supervisão comportamental; dever de informação; responsabilidade civil;

ABSTRACT

The present master's thesis is about the protection of consumers of financial services, while the weaker subject in relations with financial institutions, in the marketing of financial products and services. This is currently a topic constantly on the order of the day in Portugal, as a result of the successive financial scandals that have happened and of that there are several cases of clientes aggrieved by alleged unfair and fraudulent conducts imputed to financial institutions, namely in attracting investments.

Therefore, we start the analysis of cases of clientes aggrieved by portuguese financial institutions, like BES or BANIF. In this way, we intend on the basis of these exemples to consider what are the problems and challenges that the financial services represent for customers, especially in the search for investment solutions of their capital.

In this regard, we will identify and analyze which issues and matters that are important to consider in terms of protection of consumers of financial services. Namely what are their rights, the relevance of information, the need for regulation and supervision of the conduct of service providers financial, of which the failures of the public regulation of the information that are assumed as negative or harmful to the investors and, finally, of which are the measures and mechanisms available in our legal order to protect them.

Keywords: consumer, financial markets; protection of investors; market conduct supervision; duty of information; civil responsibility;

MODO DE CITAR

- A bibliografia utilizada é citada em rodapé e com a indicação do nome do autor, do título, do volume e da edição, se aplicável, do ano de publicação e das páginas visadas. No que respeita a publicações periódicas, é ainda referenciada, depois do título do artigo, a designação do periódico e o número. Excepto na primeira citação de uma dada obra, nas posteriores citações, omite-se a designação do periódico e o número, se aplicável, e o título é abreviado, remetendo-se para o índice bibliográfico que se inclui no final.
- Todas as disposições de lei citam-se sempre com indicação de fonte, salvo se a fonte se depreende com o sentido do texto onde se insere a sua referência.
- As expressões ou termos estrangeiros citam-se no original apenas quando tal se justifique. Assim, como se usa o *itálico* nas citações de expressões estrangeiras no corpo do texto, ou como recurso enfático. Utilizando-se as aspas para citar e para reproduzir o uso corrente de determinada expressão.

PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS UTILIZADAS

AAFDL – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

Ac. – Acórdão

Al. – Alínea

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

BANIF – Banco Internacional do Funchal

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

BES – Banco Espírito Santo

BESI – Banco Espírito Santo Internacional.

BPN – Banco Português de Negócios

BPP – Banco Privado Português

BFDUC – Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

BT – Banco de Transição

CC – Código Civil

CCom. – Código Comercial

CE – Comissão Europeia

Cfr. – Confere

cic – Culpa in Contrahendo

CIRE - Código de Insolvência e Recuperação de Empresas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CP – Código Penal

CRP – Constituição da República Portuguesa

CódMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código de Valores Mobiliários

DMIF I – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros I

DMIF II – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II

DL – Decreto- Lei

EBA – European Banking Authority

EUA – Estados Unidos da América

ESMA – European Securities and Markets Authority

FESCO – Forum of European Securities Commissions
ISP – Instituto de Seguros de Portugal
IOSCO – International Organization of Securities Commissions
FDUC – Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
FDUL – Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
FMI – Fundo Monetário Internacional
FSB – Financial Stability Board
GES – Grupo Espírito Santo
LCCG – Lei das Cláusulas Contratuais Gerais
LDC – Lei de Defesa do Consumidor
LOBdP – Lei Orgânica do Banco de Portugal
Ob. Cit. – Obra citada
P. – Página
PP. – Páginas
RB – Revista da Banca
RDC – Revista de Direito Civil
RDS – Revista de Direito das Sociedades
RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeira
RLJ – Revista de Legislação e de Jurisprudência
RMIF – Regulamento dos mercados de instrumentos financeiros
ROA – Revista da Ordem dos Advogados
SEC – Securities and Exchange Commission
SS. – Seguintes
STJ – Supremo Tribunal de Justiça
TCAS – Tribunal Central Administrativo Sul
TER – Tribunal da Relação de Évora
TRL – Tribunal da Relação de Lisboa
TRG – Tribunal da Relação de Guimarães
TRP – Tribunal da Relação do Porto
UCP – Universidade Católica Portuguesa
UE – União Europeia UK – United Kingdom
V. – Vide
Vol. – Volume

PLANO DE ESTUDO

I – Introdução

II- O consumidor de serviços financeiros

1. Qualificação
2. Proteção do investidor
3. Deveres das instituições financeiras

III – Uso de informação enganosa na captação de investimento

1. Relevância da informação nos mercados financeiros
2. Regulação pública da informação
3. Falhas e Vícios da Regulação da Informação
4. Uso de informação enganosa na captação de investimento

IV – Tutela civil do consumidor

1. Da responsabilização civil dos prestadores de serviços financeiros
2. O caso dos lesados das instituições financeiras por violação de deveres de informação

V – Conclusão

“We live in an era of fraud in America. Not just in banking, but in government, education, religion, food, even baseball... What bothers me ins't that fraud is not nice. Or that fraud is mean. For fifteen thousand years, fraud and short sighted thinking have never, ever worked. Not once. Eventually you get caught, things go south. When the hell did we forget all that? I thought we were better than this, I really did”.

Mark Baum

Personagem do filme *The Big Short* (2015) de Adam McKay, baseado no livro com o mesmo título de Michael Lewis, que retrata o contexto financeiro que precedeu o *crash* da bolsa norte-americana e a crise financeira americana do final da primeira década do século XXI

I – INTRODUÇÃO

1. Apresentação e razão de ser do tema

O presente estudo incide sobre a temática da proteção dos consumidores de serviços financeiros, escrutinando, sobretudo, a relevância e essencialidade assumida pela informação na comercialização realizada pelas instituições financeiras junto dos seus clientes de retalho. A escolha deste tema encontra a sua justificação, desde logo, por considerarmos que nunca como antes a questão da tutela do consumidor no âmbito dos mercados financeiros assumiu uma tão grande importância e inevitabilidade na órbita do Direito, seja numa perspetiva teórica ou de um ponto de vista prático.

Como demonstrado pelas consequências advindas da grave crise económica e financeira que se embateu sobre os mercados financeiros a nível mundial e, que colocou a nu todas as falhas e debilidades do funcionamento desses mercados e, da sua própria regulação e supervisão. Nomeadamente, face à crescente complexidade e globalização dos mercados financeiros responsável pela promoção, por um lado, da cada vez maior especialização dos investimentos e, por outro, da entrada nos mercados de um maior número de participantes, em especial sobre um conjunto significativo de investidores dotados de reduzidos conhecimentos e experiência no campo da tomada de seguras e totalmente racionais decisões de investimento¹.

Em Portugal, à semelhança da experiência europeia e dos EUA, cada vez mais as opções e operações de investimento, na mão de grandes conglomerados financeiros, são oferecidos e comercializados indiscriminadamente nos balcões de qualquer banco e destinados ao público interessado em geral. Acabando por gerar uma fusão da atividade bancária e da atividade de intermediação financeira, que nem sempre é distinguida (nomeadamente o facto de serem distintos os riscos e níveis de proteção para cada tipo de

¹ O contexto que precedeu e se seguiu à crise financeira encontra-se bem representado no filme de 2015, *The Big Short*, de Adam McKay, que adaptou ao cinema o livro de Michael Lewis, *The Big Short – Inside The Doomsday Machine*, Penguin Books LTD, USA, 2011 (na versão portuguesa *A Queda de Wall Street*, Editora Lua de Papel, Lisboa, 2016). No qual é explicitado o modo como antes do *crash* da bolsa norte-americana e do próprio sistema financeiro, o comércio financeiro era (e é) caracterizado pela captação de investimento a todo o custo, com recurso a práticas comerciais pouco isentas ou transparentes, em especial junto dos clientes/investidores com poucos conhecimentos e experiência do funcionamento do mercado, que apenas procuravam uma forma de rentabilizar as suas poupanças a baixo custo/risco.

produtos e serviços) pelo comum cliente bancário em regra com uma fraca literacia financeira.

Neste quadro, verificou-se a circunstância dos tribunais serem chamados para resolver diversos e sucessivos litígios entre as instituições bancárias e os seus clientes. Tendo por base situações onde esses clientes, classificados como investidores², alegam ter sofrido graves perdas patrimoniais como consequência de condutas pouco diligentes e até fraudulentas por parte das instituições financeiras na captação de investimento. Situações similares aos recentes casos dos lesados do BES ou do BANIF, no qual um conjunto de clientes bancários reclamam a devolução do capital investido, alegando terem comprado aquilo que popularmente é caracterizado como a *venda de gato por lebre*. Pois, alegadamente no momento da contratação desconheciam a natureza dos ativos em que investiram e, que nada lhes teria sido informado ou esclarecido nesse sentido no momento da contratação, designadamente teria lhes sido garantido e informado precisamente o contrário daquilo que na realidade acabaram, na sequência da derrocada financeira das referidas instituições financeiras, por verificar terem contratado.

A partir do exemplo dos casos que envolveram instituições financeiras portuguesas e que causaram a quebra da confiança dos consumidores financeiros, sobressai, assim, necessidade de um reforço da proteção deste conjunto de investidores em geral em especial dos consumidores. A ideia passa pela necessidade de fazer com que o público em geral se sinta seguro e, consequentemente, confiante no funcionamento dos mercados, designadamente nas relações com as instituições e no trabalho das autoridades rssonáveis pela regulação e supervisão financeira.

Desta feita, a tutela da confiança dos investidores pode ser desenvolvida via reforço da regulação e supervisão financeira, ou então, na análise da tutela das próprias relações jurídicas estabelecidas na contratação nos mercados financeiros, em especial no âmbito da captação de investimento. Pretendemos, dedicar a nossa atenção na regulação e

² Ao longo deste estudo, o conceito de investidor e de cliente vão ser utilizados de forma similar, dado o facto de o investidor ser muitas vezes em primeiro lugar o cliente de uma instituição financeira (em regra de um banco), com a qual mantém uma relação duradoura de clientela sobre determinadas decisões ou opções de investimento. Cfr., sobre esta temática e demarcação dos dois conceitos, Sofia Nascimento Rodrigues, *A Proteção dos investidores em valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 43-45.; Gonçalo André Castilho dos Santos, *A Responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 34 ss.;

responsabilização do comportamento agressivo dos prestadores financeiros na comercialização dos seus produtos e serviços.

Posto isto, o nosso estudo focado na proteção dos investidores, em especial enquanto consumidores, pretende delinear o modo como a confiança e as suas posições económicas e financeiras são salvaguardadas e tuteladas no Direito português, tendo como ponto de partida alguns dos recentes e mediáticos casos que ocorrem no setor financeiro mundial e português. Onde se observou, exatamente, que muitos dos problemas ou falhas que despoletaram ou marcaram, ainda mais, o quadro de crise financeira e económica incidiram sobre questões relativas ao tema da informação nos mercados financeiros, sobretudo por força do uso de informação incorreta, enganosa ou falsa por parte das instituições financeiras na captação de investimento.

Em todo o caso, mesmo partindo o nosso estudo dos problemas associados à contratação de produtos e serviços financeiros dos ditos casos dos lesados do BES e do BANIF, não pretendemos focar a nossa análise apenas nesse plano em particular. Assim, iremos desenvolver a nossa análise segundo uma visão macroscópica, utilizando os referidos casos como exemplo a ter em consideração na hora de para apontar quais são as melhores e mais apropriadas soluções legais para resolução de toda esta mencionada problemática, que se encontra na ordem do dia em Portugal.

2. Delimitação do tema e estrutura do trabalho

Tendo, o nosso estudo como tema base a proteção dos consumidores de serviços financeiros, a primeira questão que surge no nosso caminho é relativa à dúvida presente na nossa doutrina sobre a possibilidade do investidor ser classificado como consumidor. Não é esta uma questão pacífica ou integralmente unânime na nossa doutrina e, por isso será o alvo inicial da nossa análise. Até porque, da sua resposta depende, consequentemente, de saber qual o nível de proteção atribuída ao investidor, nomeadamente se sendo este também classificado como consumidor se o regime jurídico previsto para o investidor é complementando pelo regime aplicado na tutela do consumidor em geral.

Desta forma, após a análise introdutória dos conceitos de consumidor, investidor e a possibilidade de equiparação entre si, passaremos para o estudo de quais as medidas gerais e específicas de proteção do investidor em geral e, em especial da tutela do consumidor de serviços financeiros. Passando necessariamente pela abordagem da

intervenção a este nível da atividade de supervisão e regulação financeira. Assim, como de quais são os diferentes deveres que, neste âmbito, recaem sobre a esfera da atividade em geral, ou da atividade de intermediação financeira, das instituições financeiras.

A partir da análise da institucionalização e tutela da atividade das instituições financeiras, enquanto prestadoras de serviços e produtos, será perceptível que a figura do banco não é apenas mais uma parte de um determinado escopo contratual base a um negócio jurídico. Mas, que se encontra adstrito numa posição mais diligente que um qualquer agente ou sujeito parte de uma relação contratual e, daí se aplicarem para além da regulação contratual da sua atividade, um verdadeiro quadro institucional do Direito dos mercados financeiros que, engloba diferentes tipos de regras de Direito privado e público (como direito administrativo, fiscal e europeu), com o fim máximo de regular e supervisionar a atividade financeira, limitando e coordenando as condutas de comercialização e prestação dos serviços financeiros.

Parece-nos, assim, ser pertinente, o estudo e análise da disciplina dos deveres de informação que recaem sobre as instituições, em conexão com o estudo de outras matérias mais amplas como a boa fé e a confiança das partes na celebração transparente dos negócios jurídicos. Nessa fase do nosso estudo a questão em análise será respeitante à relevância da informação no funcionamento dos mercados, de forma a responder a tal questão, iremos em primeiro lugar nos debruçar sobre os fundamentos materiais e legais dos deveres informativos. Partindo dos conceitos da natureza socioeconómica que envolvem a contratação de serviços financeiros e da sua relevância para necessidade de existir uma distribuição de informação, fundamentos materiais da imposição de deveres de prestação de informação às partes do contrato.

Deste modo, veremos que existe uma imperfeição da informação inerente aos mercados financeiros que, pode comprometer o equilíbrio contratual, afetando a confiança dos agentes desse mercado e consequentemente, o próprio bem-estar social. Pois, os efeitos dessa disparidade de informação entre as partes, tanto na fase pré-contratual, como no curso da execução do contrato, extrapolam as relações individuais e alcançam a mutualidade, dado o peso da natureza e da função económica e social subjacente às relações contratuais no quadro destes mercados.

Passaremos, então para a análise do modo como a disciplina é regulada através da intervenção pública sobre funcionamento do mercado da informação. Mas, não nos iremos focar apenas no modo como a regulação pública da informação é instituída no seio dos mercados financeiros, mas sim, partiremos deste aspeto, para retirarmos as nossas próprias conclusões relativamente a de saber se é a intervenção pública sobre a informação nos mercados financeiros um mal ou um remédio à sua eficácia.

Para tal, iremos traçar um enquadramento introdutório sobre a forma como a regulação em matéria de informação se processa e desenvolve, nomeadamente do modo, como se instituem os deveres de informação e qual é o seu conteúdo e regime legal. Após esse enquadramento legal, procuraremos compreender o sentido e o alcance dos instituídos deveres de informação, atendendo à forma como se realiza o seu cumprimento no âmbito das relações privadas de contratação financeira.

Para tal, após abordarmos as questões relativas à regulação da informação, passaremos por analisar certos casos e situações, cujos seus efeitos podem ser classificados como problemas colaterais da intervenção pública sobre o funcionamento dos mercados. Ou seja, das chamadas falhas e vícios regulação e supervisão da informação financeira, correspondendo a muitas das causas e consequências que se apontaram introdutivamente como atentatórias da proteção dos investidores/consumidores dos mercados financeiros.

Entre essas falhas e situações, em primeiro lugar será analisada a questão da cedência de responsabilidades de supervisão a privados e os problemas que, daí advém em matéria da chamada teoria de agência, nomeadamente relativos à atividade de intermediação financeira, da auditoria financeira ou das agências de *rating*. Em segundo lugar, passaremos, ainda, em revista o caso do uso e divulgação de informação privilegiada (*insider trading*) e depois para os já referidos casos reais do BES e BANIF, relativamente aos problemas em matéria de informação que suscitaram. Nesta fase, a nossa análise não será a mais minuciosa ou detalhada do ponto de vista do funcionamento e escopo de todas as questões relativas aos casos em revista, apenas se pretende assinalar e destacar os problemas ao nível da informação nos mercados financeiros, contrabalançado com a regulação pública da informação.

Posto isto, entraremos na temática do uso de informação enganosa na captação de investimento e na tutela em concreto da posição dos investidores/consumidores. Num

primeiro plano a questão em análise recaíra no modo como este tipo de comportamentos lesivos é prevenido ou reprimido no nosso ordenamento jurídico, quer do ponto de vista das imposições legislativas do Direito da UE, quer no atual quadro jurídico a que as relações das instituições com os seus clientes se encontram subordinadas.

Porém, por fim, sendo este o núcleo central do presente estudo, procuraremos indagar qual o modo como os referidos deveres de informação se manifestam em conteúdo e extensão sobre a esfera dos prestadores de serviços financeiros. Sem esquecer quais são as consequências do não cumprimento da prestação adstrita a esses deveres, pois para que um dever seja efetivo, a sua previsão tem de ser acompanhada de sanções para o caso de incumprimento do mesmo, sob pena de se tornar num dever vazio ou insuscetível de ser coercivamente executado. Em suma, a questão final do presente estudo recaíra em determinar quais são as diferentes soluções e mecanismos ao alcance dos investidores em caso de lesão de direitos e expectativas jurídicas, designadamente, entre outras, via responsabilidade civil dos infratores e do recurso ao regime dos vícios da vontade.

Tendo, em conta o supramencionado, o objeto do presente estudo focado na proteção do consumidor de serviços financeiro no caso especial do uso de informação enganosa ou falsa, concluímos que este será decomposto na resposta às seguintes questões: i) Se o investidor é também um consumidor? ii) Qual a proteção jurídica do investidor, em especial caso seja classificável como consumidor? iii) Quais são os deveres das instituições financeiras em matéria de tutela do investidor? iv) O porquê da relevância da informação nos mercados financeiros? v) Qual as competências e fundamentos da regulação e supervisão da informação financeira? vi) Quais são as falhas no mercado no uso da informação? vii) O porquê do problema do uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento e qual é a sua solução? viii) Como se processa a tutela civil do investidor/consumidor?

E de entre cada uma destas oito questões, podemos, assim, apontar os dois objetivos primordiais do presente estudo:

- A) Indagar se na falta de suficiente informação disponível nos mercados, que permita aos agentes do mercado agirem de forma mais racional possível e

colocando-os numa posição de relativa igualdade negociar, se é a regulação e supervisão da informação, por si por si só, eficaz para suprir as carências?³

- B) Responder à questão de como se organiza a proteção do investidor, enquanto consumidor, nomeadamente determinando quem e como é responsabilizado pelos danos decorrentes da lesão de infundadas expectativas decorrentes das práticas comerciais agressivas e fraudulentas.

Deste modo, pretendemos concluir o nosso estudo com devida resposta tomada de posições sobre cada uma das questões que nos propormos responder e analisar da melhor maneira possível, dentro daquilo que está ao alcance das nossas capacidades e limitações. Terminando com uma retrospectiva de tudo aquilo que tenha sido enunciado e descrito, através da conjugação de cada um dos analisados pontos e temas em questão, assim, como apontando as nossas próprias considerações e tomadas de posição.

³ Utilizando a celebre expressão atribuída juiz do Supremo Tribunal dos EUA, Louis Brandeis, segundo qual a luz solar é o melhor desinfetante e a luz eléctrica o mais eficaz dos polícias. A nossa dúvida reside em saber se na impossibilidade de suficiente luz solar (de informação), é a luz eléctrica (regulação pública), por si só, eficaz para suprir as carências de luz solar? Cfr. Jesse Eisinger, In an era of disclosure, an excess of sunshine but a paucity of rules, in The New York Times, 02/12/2015, disponível em www.dealbook.nytimes.com/2015/02/11/an-excess-of-sunlight-a-paucity-of-rules/.

II - O CONSUMIDOR DE SERVIÇOS FINANCEIROS

1. Qualificação

Neste primeiro ponto da nossa análise o nosso foco estará em responder à questão sobre a possibilidade de se qualificar como consumidor o utente de serviços ou produtos financeiros. Ou seja, se o agente do lado da procura no âmbito dos mercados financeiros, seja juridicamente designado como cliente de instituições de bancárias, investidor de instrumentos financeiros ou até tomador de seguros, pode preencher categoria jurídica de consumidor, com todas as consequências jurídicas que daí advém.

Para tal, iremos primeiramente abordar genericamente o conceito de consumidor de acordo com o perfil traçado no nosso ordenamento jurídico, passando de seguida para a abordagem da noção de investidor, de modo a posteriormente realizarmos uma análise comparativa entre estes dois conceitos. E assim, poderemos tomar as devidas conclusões sobre se é possível e adequada a qualificação do investidor também como consumidor e, consequentemente se o regime geral de proteção do consumidor será aplicável à figura daquele que age como investidor no âmbito dos mercados financeiros.

1.1. O conceito de consumidor

O conceito de consumidor pode ser interpretado segundo uma perspetiva socioeconómica e jurídica⁴, a nível económico o consumidor será aquele que realiza atos considerados de consumo. Isto, é adquirir bens ou serviços com a finalidade deles se aproveitar ou utilizar de uma forma que destrói (consome) o seu valor. Já de acordo com uma visão jurídica, o foco não se encontra apenas na dinâmica do conceito de consumidor-utilizador, mas assente também na natureza do sujeito jurídico em causa, no tipo de atos praticados, nas finalidades subjacentes à prática desse ato e nos próprios sujeitos com quem se relaciona.

Embora, não seja possível indicar juridicamente uma noção unitária de consumidor, uma vez que, quer a nível nacional quer a nível europeu e internacional podemos encontrar várias definições de consumidor⁵. No direito português, a noção de consumidor considerada como a mais relevante e primordial encontra-se definida, desde logo, no n.º 1 do art. 2º da LDC. Onde se considera como consumidor *“todo aquele a quem sejam*

⁴ Carlos Ferreira de Almeida, Conceito de publicidade, in Boletim do Ministério da Justiça, n.º 349, Lisboa, 1985, pp. 120-125 e 134

⁵ Jorge Morais Carvalho, Manual de Direito do Consumo, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, p. 21

fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional, por pessoa que exerça com carácter profissional uma atividade económica que vise a obtenção de benefícios”.

A partir desta definição legal da LDC, a figura do consumidor pode ser decomposta em quatro elementos: *elemento subjetivo, elemento objetivo, elemento teleológico e elemento relacional*⁶.

O elemento subjetivo, respeitante à menção de *“todo aquele”*, tem um carácter muito amplo, permitindo abranger qualquer pessoa física ou jurídica, salvo restrição imposta pelo elemento teleológico⁷. Por sua vez, o elemento objetivo (*“a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços e transmitidos quaisquer direitos”*) engloba indiscriminadamente qualquer relação contratual constituída entre as partes. E o elemento teleológico (*“destinado ao uso não profissional”*) tem a doutrina concluído por uma de duas repostas: i) uma interpretação restritiva puramente finalista que considera que o objeto não poderá ter um uso não-profissional; ii) uma interpretação maximalista que considera que apenas se deve focar na importância da retirada do bem do circuito de produção. Já o elemento relacional, diz respeito à contraparte que celebra determinada relação contratual com o consumidor, que deve ser uma *“pessoa que exerça com carácter profissional uma atividade económica que vista obtenção de benefícios”*.

Porém, esta construção dogmática da figura do consumidor não é isenta de divergências, existindo aquilo que podemos identificar como duas posições distintas sobre o seu recorte conceptual⁸. De um lado temos uma posição que podemos classificar como sendo mais restritiva, que para além de definir o conceito de consumidor segundo um critério finalista (a atuação do consumidor deve resultar de fins estranhos à sua atividade profissional), também o faz depender de um critério subjetivo.

Segundo, este critério um determinado sujeito para ser tutelado como consumidor terá de ser sempre uma pessoa física, ou seja, a pessoa coletiva mesmo agindo fora do seu específico âmbito comercial não pode gozar da tutela do Direito do consumo. Por outro

⁶ Cfr. Carlos Ferreira de Almeida, *Direito do Consumo*, Almedina, Coimbra, 1982, p. 29; Jorge Morais Carvalho, *Manual de Direito do Consumo*, ob. cit., pp. 24-31.

⁷ Como mais à frente se vai verificar e analisar, o elemento subjetivo é por vezes menos amplo noutros diplomas, fazendo menção apenas às pessoas físicas e não também às pessoas jurídicas, como se verifica no inscrito no DL n.º 24/2014 ou no DL n.º 133/2009.

⁸ Jorge Morais Carvalho, *idem, ibidem*.

lado, em sentido inverso, temos uma posição mais lata do conceito de consumidor que não só não limita o consumidor apenas às pessoas singulares, como também não o limita indiscriminadamente aos casos de negócios jurídicos celebrados com um fim ou uso não profissional.

Em torno destas distintas posições, somos confrontados com as seguintes questões: uma se o potencial consumidor pode ser uma pessoa coletiva; e outra se esse sujeito pode ele próprio ser um profissional, desde que, na relação jurídica em causa não apresente reunir conhecimentos técnicos ou especiais relativamente ao objeto do negócio jurídico;

Relativamente à primeira questão, aquilo que se visa responder é se o conceito de consumidor abrange apenas pessoas singulares, ou se também, pode ser atribuído a pessoas coletivas. Partindo da já identificada LDC, o referido elemento subjetivo tem um carácter amplo, possibilitando, assim abranger quer pessoas singulares, quer pessoas coletivas. Aliás o facto da redação da LDC ter optado por uma formulação abstrata e aberta, contrariando o texto do seu anteprojeto que apenas se referia a pessoas singulares, pode ser interpretado como intenção do consumidor em não excluir de todo a noção de consumidor das pessoas coletivas.

Contudo, o legislador não fez qual clarificação em concreto, podemos dizer que na letra da lei nada é excluído à partida, mas também não é uma questão fechada em absoluto. Deixando para a doutrina e jurisprudência o ônus da reflexão sobre a adoção da melhor posição para a situação concreta, ou seja, é necessário realizar uma ponderação em torno dos interesses da relação contratual e as características de ambos os contraentes.

Neste seguimento, há na nossa doutrina quem defenda a limitação do conceito apenas a pessoas singulares, com base quer na lógica de que apenas as pessoas singulares estão realmente numa posição desfavorecida e carentes de proteção⁹, quer com base nas próprias noções inscritas no Direito Europeu, que são mais restritivas do conceito de consumidor ao reconduzi-lo apenas às pessoas singulares¹⁰.

⁹ Defende-se nas relações contratuais entre pessoas, que desenvolvem uma atividade comercial ou profissional há um pressuposto equilíbrio de entre as partes, isto porque, ambas as partes têm uma capacidade e meios similares de agir perante as vicissitudes do contrato e de assumir o risco comercial. V. Jorge Morais Carvalho, *Contratos de Consumo, Reflexão sobre a Autonomia Privada no Direito do Consumo*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 32-34.

¹⁰ A Diretiva n.º 1999/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho Europeu, de 25 de maio, que foi transposta no ordenamento jurídico português pelo DL n.º 67/2003, no seu art. 1.º, n.º 2., a), limitou

Em sentido inverso, contrariando estas posições doutrinárias próximas da restrição alemã como definido no BGB¹¹, existe quem defenda que não há razão para se interpretar no sentido do legislador na LDC ter optado por esse mesmo conceito restritivo de consumidor. Desde logo, porque não poderemos declarar taxativamente que as pessoas coletivas não podem vir a sofrer de uma posição de debilidade contratual¹², uma vez que a nossa realidade económica desmente esse tipo de ideias, sendo do conhecimento generalizado casos envolvendo quer pessoas singulares ou coletivas que não reúnem conhecimentos na área em que se contrata com um profissional por não terem conhecimentos especiais relativos ao objeto do negócio jurídico. Desde logo, por estarem a agir fora da sua competência ou capacidade especiais enquanto profissionais e, estando assim também carentes de proteção.

Quer isto dizer, que a situação de debilidade de uma parte contratual deve ser sempre ajuizada de forma casuística, cabendo o ônus de prova dessa situação à pessoa que a alega ter. A noção de consumidor não estará assim restringida apenas às pessoas físicas, podendo abranger pessoas singulares ou coletivas, desde que, estejam efetivamente numa posição de debilidade contratual na relação jurídica em concreto¹³.

Dentro desta lógica, podemos atender àquilo que é indicado por António Menezes Cordeiro, de que no âmbito da personalidade coletiva os destinatários das normas de conduta acabam por ser sempre eles humanos, ou seja, pessoas físicas. Quer isto dizer, que a imputação a uma pessoa coletiva acaba por desencadear um regime jurídico que

expressamente a aplicação da noção de consumidor só às pessoas singulares. E a generalidade das outras diretivas europeias subsequentes relacionadas com o direito do consumo também definem o consumidor como a pessoa singular que atua com fins alheios às suas atividades comerciais ou profissionais. No Ac. do TJUE, de 22 de novembro de 2001, Processos n.º C-541/99 e C-542/99 (in Coletânea da Jurisprudência, 2001, p. I-09049), o TJUE declarou expressamente que a al. b) do art. 2.º da Diretiva 93/13/CEE “*deve ser interpretada no sentido de que visa exclusivamente as pessoas singulares*”. Cfr. Jorge Morais Carvalho, *idem*, p. 21; Fernando Baptista de Oliveira, O Conceito de Consumidor: Perspetivas Nacional e Comunitária, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 161-163 e 205-209.

¹¹ “*A consumer means every natural person who enters into a legal transaction for a purpose that is outside his trade, business or profession*”, BGB - Section 13.

¹² Importa não esquecer que o Direito do Consumo surge exatamente com o propósito de atribuir especial proteção aos negócios jurídicos de onde resulta um claro desequilíbrio negocial e contratual entre as partes. Como destaca António Pinto Monteiro o principal fim do Direito do Consumo é “*(...) proteger a vítima da moderna sociedade de consumo em face, nomeadamente, das situações de desigualdade que esta potencia (...)*”. V. António Pinto Monteiro, A Proteção do consumidor de serviços públicos essenciais, in Estudos de Direito do consumidor, FDUC, Centro de Direito do Consumo, n.º 2, 2000, pp. 333-350;

¹³ Fernando Baptista de Oliveira, O Conceito de Consumidor, ob. cit., pp. 78-79, fala na necessidade de ponderação do princípio da especialidade do fim.

incide em último caso sobre desempenhos de pessoas singulares, que no fim de contas é quem beneficie realmente dos bens e serviços contratados¹⁴.

Já sobre a segunda questão, a LDC optou por uma visão mais restritiva, falando em “*uso não profissional*”, o consumidor é identificado como aquele que adquire um bem ou serviço para uso privado, de modo a satisfazer necessidades pessoais e não profissionais. Ou seja, à luz do art. 2.º da LDC, alguém só será consumidor se adquire determinado bem ou serviço apenas para satisfação de fins ou necessidades pessoais, sem qualquer objetivo ou uso profissional.

Mas há na nossa doutrina quem se questione sobre a possibilidade de extensão da proteção do consumidor ao contraente que também é profissional, nomeadamente a propósito dos casos onde o adquirente mesmo celebrando um determinado negócio jurídico com um fim não profissional, detenha uma competência técnica ou profissional específica sobre o bem ou serviço objeto do negócio, ou então, quem contrata o faz com um fim misto destinado a múltiplas finalidades pessoais e profissionais¹⁵.

Aquilo que justifica tratar um profissional como consumidor será quando se comprovar a necessidade de conceder o mesmo tipo de proteção associada aos consumidores, ou seja, se existir uma situação de debilidade contratual carecida de um equilíbrio. Essa, situação de debilidade ocorrerá quando um profissional atua fora da sua competência específica ou objeto específico da sua atividade. Isto é, quando alguém no seio da sua atividade comercial ou profissional contratualiza determinado serviço ou bem com uma finalidade profissional, por exemplo de auxiliar ou satisfazer necessidades associadas à prossecução do objeto comercial da sua especialidade, mas o serviço ou bem contratado em concreto não corresponde diretamente ao seu ramo profissional¹⁶.

Mais uma vez, quando se argumenta pela possibilidade de um profissional poder ser tratado juridicamente como consumidor, tudo dependerá sempre de um juízo casuístico de forma a apurar se efetivamente o profissional deve beneficiar da proteção dada ao consumidor. Ou seja, se esse profissional em relação ao bem ou serviço contratado se encontra numa situação contratual com menor poder negocial face à outra contraparte.

¹⁴ António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil, vol. IV, 4ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 586 ss.

¹⁵ Fernando Baptista de Oliveira, O Conceito de consumidor, ob. cit., pp. 63-72 e 88-93;

¹⁶ António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil, vol. IV, ob. cit., p. 586.

Para tal, importa sempre analisar qual o ramo do profissional da situação concreta e quais os seus reais conhecimentos sobre o setor onde se insere o serviço ou bem adquirido¹⁷.

Em sentido contrário, podemos contra-argumentar que a extensão do conceito de consumidor nos moldes traçados nos parágrafos anteriores não vai de encontro ao estatuído na LDC, quando se refere especificamente o consumidor como aquele que adquire bens ou serviços para uso não profissional. Deste modo, sempre que o fim que esta na base da contratação de certo produto o serviço for de índole profissional, esta a afastada nesses casos a tutela de acordo com o disposto no Direito do consumo¹⁸.

Porém, se tivermos em consideração especialmente os casos de comerciantes ou profissionais de pequena dimensão que adquirem bens ou serviços necessários para a prossecução da sua própria atividade comercial ou profissional¹⁹, estes estando a contratar algo fora da sua especialidade enquanto profissionais de um certo ramo ou área profissional, podem verdadeiramente estar numa posição paralela à do consumidor que contrata para fins privados ou não profissionais. Nomeadamente, porque em ambas as hipóteses quem contrata encontra-se numa situação de desequilíbrio contratual de poder negocial, fruto da sua falta de especialização e conhecimentos reais e concretos sobre o objeto do contrato constituído.

Assim, se justifica por força de um princípio de equidade garantir a proteção do consumidor pelo menos a esses pequenos comerciantes e profissionais, pois ao contratarem fora da sua especialidade profissional perante um profissional de outra especialidade e muitas vezes com um peso económico superior, encontram-se numa posição de debilidade contratual análoga ao do consumidor-tipo. E promovendo esta

¹⁷ Sobre a finalidade *não profissional* possibilitar também incluir no conceito de consumidor os profissionais que adquiram bens ou serviços a outros profissionais, mas o façam fora da sua competência ou capacidade especiais enquanto profissionais, Cfr., de forma mais desenvolvida, Jorge Pegado Liz, Introdução ao Direito e à Política do Consumo, Editorial Notícias, Lisboa, 1999, p. 193; Fernando Baptista de Oliveira, *idem*, *ibidem*; Jorge Morais Carvalho, Contratos de Consumo. Reflexão sobre a Autonomia Privada no Direito do Consumo, *ob. cit.*, pp. 30-36;

¹⁸ Neste sentido, Cfr. Jules Stuyck, “Who is a consumer?”, in The Future of European Contract Law, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2007, p. 434, *apud*, Jorge Morais Carvalho, Os Contratos de Consumo, *ob. cit.*, p. 33.

¹⁹ Fernando Baptista de Oliveira (*idem*, pp. 68-69) refere especificamente o caso dos pequenos comerciantes, sublinhando que se deve classificar e quantificar em concreto e de modo delimitado aquilo que se entende por pequenos comerciantes ou empresários. Fixando limites legais conforme os presentes por exemplo para as pequenas médias empresas, como é estipulado no Despacho Normativo n.º 52/87, de 24 de junho.

extensão teleológica do conceito de consumidor se estará realmente a ir ao encontro dos fundamentos materiais do Direito do Consumo.

Em todo o caso, este tipo de extensão do conceito de consumidor está sempre, como anteriormente foi assinalado, dependente de um juízo concreto do caso em equação. Como aponta Fernando Baptista de Oliveira, devemos ter especial cuidado para evitar *“sob pena, de na ânsia de proteger o “coitadinho”, o mais débil da relação contratual, se estar a dar cobertura a situações que não o merecem, em afronta da letra e do espírito das leis que visam proteger o consumidor”*²⁰. Para tal, o juízo casuístico deve respeitar desde logo o estatuído no art. 282.º do CC.

Posto isto, se conclui que numa relação contratual alguém deve ser tratado como consumidor, quando esse alguém encerra um negócio jurídico com uma finalidade desligada de qualquer título empresarial ou profissional, devendo a contraparte ser uma pessoa física ou jurídica que concede determinado serviço no exercício preciso da sua atividade comercial ou profissional.

Por isso, o principal e primordial aspeto a ter em conta na classificação de consumidor não está relacionado com a natureza, física ou jurídica, da pessoa em causa, mas com o carácter profissional da atividade desenvolvida por esta. É a finalidade do ato de consumo que determina a qualificação do consumidor como sujeito ao regime de benefício previsto nos diplomas legais que regulamentam a tutela do consumidor, partindo da presunção de que se trata da parte mais fraca, menos preparada tecnicamente, em confronto com um contratante profissional, necessariamente conhecedor dos meandros do negócio que executa.

Esta ideia, enunciada anteriormente, pode se aplicar também a todas as pessoas organizadas de forma empresarial, quer se trate de pessoas jurídicas, quer estejam em causa pessoas físicas, desde que, se comprove os supra identificados fundamentos para sua distinção como consumidor.

No caso dos mercados financeiros, sem prejuízo das ilações que iremos desenvolver posteriormente, afirmamos a possibilidade de qualificar aquele que adquire serviços financeiros como consumidor, a acontecer tendencialmente deverá corresponder a uma

²⁰ Fernando Baptista de Oliveira, *idem*, pp. 91-92.

pessoa singular que o faz com fins meramente privados e não profissionais. Claro, que à luz do descrito anteriormente não será de excluir em absoluto a hipótese de o consumidor de serviços financeiros ser uma pessoa coletiva que adquire determinados serviços financeiros com um fim profissional, na medida que, esteja a atuar fora do objeto da sua especialidade comercial ou profissional. Em todo o caso, em regra não deverão ser estes os casos típicos de possíveis consumidores de serviços financeiros, desde logo, até tendo em conta o conceito e qualificação de investidor que, de seguida iremos analisar.

1.2. O conceito de investidor

Relativamente aquele que adquire produtos ou serviços financeiros existe um enorme leque de qualificações, conforme o mercado financeiro em que atua e o tipo de bens ou serviços financeiros contratados. Entre as várias hipóteses destacamos as designações de cliente de instituições de crédito, de investidor de valores mobiliários e de tomador de seguros. Embora, para cada uma destas designações exista um regime próprio aplicável a cada situação, na verdade em ambas as hipóteses estes agentes partilham em comum o facto de contratarem serviços de índole financeira e, por isso serem agentes do lado da procura dos mercados financeiros. Logo, sendo, o objeto do presente estudo dedicado ao utente/cliente de serviços financeiros sem distinguir o tipo de serviços em concreto, estamos a referimo-nos a todo aquele que contrate determinado serviço financeiro, independentemente se o faz ao nível do mercado bancário, bolsista ou de seguros.

Deste modo, quando nos referimos ao agente de serviços financeiros como investidor estamos efetivamente a pensar na qualificação e regime no CVM, mas não estamos apenas pensar no caso específico daquele que atua nos mercados de valores mobiliários. Uma vez, que embora o conceito de investidor seja identificado como correspondendo àquele que investe na bolsa ou em operações envolvendo instrumentos financeiros, em termos genéricos podemos conectá-lo quer ao caso do cliente de instituições de crédito ou ao mutuário de empréstimos, quer ao caso do tomador do seguro²¹.

Isto porque, em ambas as situações aquele a quem, no âmbito dos mercados financeiros, são fornecidos bens ou prestado bens, prestado serviços ou transmitidos quaisquer direitos, corresponde a uma ação por esse agente considerada de investimento. Dado, se

²¹ O conceito de investidor pode corresponder quer aos “(...) titulares potenciais ou efetivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros”. V. Paulo Câmara, Manual de Direitos dos Valores Mobiliários, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 221.

resumirem em regra a contratos onde para além da incerteza económica quanto à vantagem a retirar do negócio, está lhes associado um risco decorrente da própria natureza desses negócios e não uma simples margem de risco que envolve a generalidade dos negócios quanto às vantagens patrimoniais que destes resultem.

Assim, sendo, vamos partir do conceito de investidor presente no regime estipulado no CVM²² para caracterizar de modo genérico o utente de serviços financeiros. Não esquecendo que o âmbito de aplicação do CVM não incide em exclusivo sobre as situações realizadas apenas no mercado de valores mobiliários, mas também sobre as operações realizadas através do recurso ou atuação de intermediação financeira²³.

Uma situação cada vez mais predominante ou comum em muitas das operações financeiras em oferta no mercado, por força aliás da cada vez menor fronteira técnica e material entre os diversos mercados financeiros. Pois, a conexão e articulação entre os diferentes mercados financeiros é cada vez mais uma marca presente no funcionamento do sistema financeiro e, existe uma cada vez mais elevada simultaneidade da figura do investidor na do cliente bancário em geral, uma vez que a negociação de valores mobiliários não ocorre exclusivamente em bolsa, verificando-se a comercialização de produtos financeiros complexos no balcão das próprias instituições bancárias.

Posto isto, ao analisarmos o disposto no CVM constatamos a falta de uma definição legal de investidor expressa no CVM, se quisermos encontrar uma definição podemos adotar a aceção presente no DL n.º 222/99, de 22 de junho que criou e regula o Sistema de Indemnização aos Investidores²⁴, no qual se entende por investidor “*qualquer pessoa que confiou fundos ou instrumentos financeiros a uma empresa de investimento ou a uma instituição de crédito no âmbito de operações de investimento*”.

Já no CVM o conceito de investidor corresponde a uma dimensão jurídica bastante ampla e na qual se distingue diferentes categorias de investidores. Realiza-se uma classificação

²² Os preceitos sobre investidores encontram-se nos arts. 30.º a 36.º e ao longo da Divisão I da Subsecção VIII da Secção III do Capítulo I do Título VI do CVM.

²³ Títulos II, V e VI do CVM.

²⁴ V. Isabel Alexandre, Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, 2004, pp. 9-10. Embora esse DL vise regulamentar um caso específico, a noção aí presente tem uma abrangência extensível de modo generalizado.

de diferentes tipos de investidores, uns considerados investidores qualificados e outros investidores não qualificados²⁵.

Os investidores qualificados correspondem às entidades listadas no n.º 1 do art. 30.º do CVM, podendo de acordo com o n.º 2 do art. 317.º, o intermediário financeiro reconhecer por sua iniciativa um investidor qualificado como não qualificado²⁶. Já quanto aos investidores não qualificados encontramos várias reverências ao longo da Divisão I da Subsecção VIII da Secção III do Capítulo I do Título VI do CVM.

As referências aos investidores não qualificados são sobretudo apontadas nos preceitos relativos aos intermediários financeiros, onde é atribuída em diferentes aspetos uma maior proteção aos investidores não qualificados. Deste modo, podemos enumerar para efeitos exemplificativos a seguinte série de preceitos que concedem ou reforça direitos aos investidores não qualificados²⁷: a alínea a) do n.º1 do art. 31.º apenas admite o gozo do direito de ação popular para os investidores não qualificados; a alínea b) do art. 32.º estabelece o direito de constituição de associações de defesa dos investidores quando compostas por um número mínimo de 100 investidores não qualificados; o n.º1 do art. 33.º impõe em exclusivo para os investidores não qualificados a criação de um serviço de mediação voluntária de conflitos; o n.º 2 do art. 35.º esclarece que a constituição de fundos de garantia tem como objetivo ressarcir os investidores não qualificados; o n.º 1 do art. 321.º concede aos investidores não qualificados o direito exclusivo de invocar a nulidade de forma em contrato de intermediação; o n.º 3 do art. 321.º equipara os investidores não

²⁵ Em 1999, data da entrada em vigor do novo CVM, em vez de qualificados e não qualificados, na distinção dos investidores era utilizada outra terminologia entre investidores institucionais e não institucionais. E havia ainda uma terceira categoria dos investidores equiparados aos institucionais, mas excluídos da proteção conferida aos investidores não institucionais. Como explica, Rafaela Rocha, “em 2006, com a transposição da Diretiva dos Prospetos, foi alargado o elenco dos investidores institucionais em geral (em grande medida pela absorção dos ex-“equiparados”) e foram ainda incluídos investidores institucionais exclusivamente para fins de qualificação de ofertas públicas e (não) constituição de dever de elaboração de prospetos. E, porque entre os novos investidores institucionais podiam ser incluídas pessoas singulares, foi alterada a terminologia de referência, passando-se a utilizar a designação investidores qualificados e não qualificados”. Cfr. Rafaela Rocha, *Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime*, in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 27, agosto de 2007, pp. 97-106 (disponível em <http://www.cvm.pt/cvm/publicacoes/cadernos/>); Cfr. José Oliveira Ascensão, *A Proteção do Investidor*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, pp. 13-40, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, pp. 15-16;

²⁶ Por uma questão de gestão de tempo e utilidade, não iremos nos focar de modo exaustivo na descrição de cada de todos os investidores qualificados presentes no n.º 1 do art. 30.º do CVM. Optando por proceder à diferenciação entre investidores qualificados e não qualificados, apenas por uma questão de maior relevância dentro do objeto do nosso estudo.

²⁷ Seguimos a enumeração descrita em Gonçalo André Castilho dos Santos, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, ob. cit., pp. 48-49; e Rafaela Rocha, *idem*, p. 100.

qualificados a consumidores para efeitos de aplicação da LCCG; o n.º 5 do art. 321.º esclarece que o direito aplicável às operações financeiras realizadas não pode privar o investidor da proteção assegurada pelo CVM; o n.º 1 do art. 322.º admite o deferimento da produção de efeitos de contratos celebrados fora do estabelecimento do intermediário financeiro, o n.º 2 do art. 322.º admite o direito ao arrependimento no prazo indicado no n.º 1 do mesmo artigo; o n.º 2 do art. 346º estipula a exigência de autorização ou confirmação do cliente para que o intermediário financeiro pudesse negociar como sua contraparte; arts. 312º e ss. reforça os deveres de informação a prestar consoante o tipo de investidor;²⁸

A partir da análise dos preceitos relativos à figura dos investidores em conexão com a figura dos intermediários financeiros facilmente se entende que a *ratio* da distinção destes em duas grandes categorias visa demarcar o tipo de proteção previsto para cada uma das categorias. Pretendeu-se dar uma especial proteção aos chamados investidores não qualificados em detrimento dos investidores qualificados, segundo a ideia que a extensão e a profundidade da tutela do investidor deve depender do grau de conhecimentos e experiência do sujeito²⁹.

Logo, para cada categoria de investidor corresponde um diferente nível de proteção. Aos investidores qualificados, por se considerar disporem de um grau sustentável de experiência, conhecimentos e competência para tomar as suas próprias decisões de investimento, ponderando devidamente os riscos incorridos, a lei confere um nível mediano de proteção. Já os investidores não qualificados são beneficiários de um nível máximo de proteção, na medida em que a lei prevê um conjunto mais vasto de normas especialmente destinadas à sua proteção³⁰.

²⁸ Conforme o avançar do presente estudo iremos analisar alguns destes preceitos. Em especial nos infra pontos 2. do capítulo II e III.

²⁹ Já no Código do Mercado de Valores Mobiliários, revogado pelo CVM, se exigia que o nível de conhecimentos, experiência e profissionalismo dos clientes fosse considerado pelo intermediário financeiro no cumprimento dos seus deveres de informação – n.º 2 do art. 663.º do CodMVM.

³⁰ As diferenças de proteção e de tratamento entre investidores qualificados e não qualificados são definidas nos seguintes artigos do CVM: i) *Ação popular* – art.º 31.º; ii) *Mediação de conflitos* – art.º 33.º; iii) *Constituição de fundos de garantia (específicos para investidores, como o Sistema de Indemnização aos Investidores)* – art.º 35.º; iv) *Exigibilidade de prospeto (ofertas públicas)* – art.º 134.º; v) *Idioma (prospeto de admissão à negociação)* – art.º 237.º-A; vi) *Execução das ordens e alteração do preço oferecido (internalização sistemática)* – art.º 257.º; vii) *Reclamação de investidores* - art.º 305.º-E; viii) *Salvaguarda dos bens de clientes* - art.º 306.º-A e art.º 306º-B; ix) *Subcontratação de serviços de gestão e carteiras em entidades localizadas em países terceiros* - art.º 308.º-C; x) *Informação a investidores* – art.º 312.º, art.º 312.º-A, art.º 312.º-B, art.º 312.º-C, art.º 312.º-D, art.º 312.º-E, art.º 312.º-F, art.º 312.º-G; xi) *Avaliação do carácter adequado da operação* - art.º 314.º-A, art.º 314.º-B, art.º 314.º-D; xii) *Contratos de*

O fundamento ou critério subjacente a esta categorização, encontra a sua razão no facto de enquanto existe um grupo de investidores que negocia numa situação numa simétrica posição negocial, existirem investidores que por força do contexto e da natureza das circunstâncias se encontram numa efetiva posição de desequilíbrio negocial. Cujo um reforço da sua proteção na procura da situação mais simétrica possível pode garantir um reequilibrar de forças. Quer isto dizer, que a orientação legislativa segue um princípio de proporcionalidade, de quanto menor o conhecimento ou experiência do cliente/investidor, maior será a necessidade de proteção³¹.

Convém, ainda, indicar que a categorização dos investidores presente no CVM não é uma novidade, limitando-se a seguir uma tendência internacional neste domínio, aliás o direito português teve como base a classificação feita no art. 11.º da diretiva n.º 93/22/CE, de 10 de maio, que dispôs sobre serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários³². Existindo por isso uma elevada correspondência entre a categorização traçada a nível europeu e a do CVM³³, daí que os seus fundamentos sejam equivalentes.

No art. 9.º da referida diretiva são classificados como investidores profissionais aqueles que se presume terem uma experiência, conhecimento e capacidade técnica que lhes permita tomar decisões de investimento e lidar de modo adequado com os riscos associados. Ou seja, perante um conceito tão vasto e amplo como o de investidor considera-se necessário agrupar os investidores em diferentes categorias consoante o grau de proteção que é necessário tutelar.

A nível europeu o critério ou ideia base desta distinção é que o modo e intensidade da proteção do investidor deve ser aplicada tendo em consideração a condição profissional do sujeito a quem é prestado o serviço financeiro – realizando uma distinção entre investidores profissionais e não profissionais.

intermediação - art.º 321.º, art.º 321.º-A, art.º 322.º; xiii) Deveres de informação - art.º 323.º, art.º 323.º-A, art.º 323.º-B, art.º 323.º-C; xiv) Tratamento de ordens de clientes - art.º 328.; xv) Critérios de execução nas melhores condições - art.º 331.º; xvi) Informação sobre política de execução - art.º 332.º; xvii) Atuação como contraparte do cliente (negociação por conta própria) - art.º 346.º;

³¹ Paulo Câmara, Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros, in *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 299-324,

³² Esta diretiva foi posteriormente a nível europeu alvo de uma concretização da sua implementação pela Organização Europeia de Entidades de Supervisão (FESCO) em março de 2000.

³³ A grande diferença residia no revogado n.º 2 do art. 30º do CVM, no qual se listava uma série de entidades e sujeitos excluídos da proteção conferida aos investidores não institucionais/qualificados. Algo que não encontrava paralelo na categorização europeia.

O nosso CVM não seguiu essa terminologia, optando pela suprarreferida terminologia, quer dizer então que o critério da distinção é diferente? A resposta é negativa, o *ratio* do critério é sem dúvida o mesmo, assenta numa análise do sujeito segundo o grau ou nível das suas faculdades ou conhecimentos no exercício de operações financeiras. O seu contrário seria desmentido pela realidade do sistema financeiro, como iremos mais à frente abordar³⁴.

O legislador nacional pretendeu foi manter um critério mais amplo e não fechado na categoria profissional, possibilitando, se quisermos chamar de um modo paternalista, uma maior proteção aos sujeitos ou entidades que podendo ser classificados como profissionais não entram na listagem de investidores qualificados do art. 30º e, assim, gozam também do regime atribuído aos investidores não qualificados.

Aliás, a opção por um modelo não rígido de categorização está subentendida no CVM, quando o n.º 2 do art. 312.^{o35} estabelece que o modo e dinâmica do cumprimento dos deveres de informação por parte do intermediário financeiro não esta diretamente assente na distinção entre investidor qualificado ou não qualificado. No entanto, em primeiro lugar a intensidade e a extensão da prestação dos deveres de informação, não se faz em absoluto com base na distinção entre a figura de investidores qualificados e não qualificados, mas dependendo do grau de conhecimentos e experiência do sujeito em concreto³⁶.

Dentro deste âmbito, através da transposição no CVM da DMIF I, no n.º 1 do art. 317º (interligado com o art. 314º) se impôs a necessidade de os intermediários financeiros adotarem políticas e procedimentos escritos de categorização dos seus clientes, como fim de permitir conhecer a categoria de cada cliente e, conseqüentemente de adaptar o tratamento conferido a esse em função da categoria que lhes foi atribuída. E, ainda, foi,

³⁴ Infra ponto 1. do capítulo III.

³⁵ Transposição para a ordem jurídica portuguesa do art. 19.º da DMIF I.

³⁶ Aproxima-se do exemplo de regulação dos EUA, de quando a SEC em 1996 adotou um modelo que impôs aos intermediários financeiros o dever de confirmar adequação das intenções de investimento do seu cliente, salvo se tiver assegurado à partida que este apresentava uma capacidade geral e específica para avaliar os riscos inerentes a uma operação financeira, nomeadamente os riscos relativos ao investimento. Devendo para o efeito as autoridades norte-americanas adotarem uma série de índices relativamente aquilo que no nosso ordenamento jurídico classificamos como um investidor qualificado, esses índices assentavam por exemplo em elementos de natureza quantitativa, no facto de contratarem agentes profissionais financeiros ou da complexidade associada ao seu historial de investimentos. V. Gonçalo André Castilho dos Santos, A responsabilidade civil dos intermediários financeiros perante o cliente, ob. cit., p. 51 (nota 100);

consagrada legalmente a possibilidade de investidores não qualificados poderem, a seu pedido, passar a receber tratamento como investidores qualificados, dentro dos requisitos, procedimentos e avaliação impostos nos arts. 317.º-A a 317.º-D.

Contudo, como de seguida iremos abordar, a condição profissional do sujeito continua a ser um aspeto relevante ao nível da possível atribuição da tutela de investidor como consumidor. Isto porque, se à luz dos preceitos do CVM classificamos como investidores não qualificados mesmo sujeitos a uma capacidade técnica no domínio do investimento e, conseqüentemente, com um domínio negocial, nem todos os investidores não qualificados prefiguram numa situação de debilidade no domínio da sua capacidade de defesa e de ação perante o risco das suas decisões³⁷.

Portanto, nem todos os investidores ditos não qualificados podem ser equiparados à figura de consumidor, será necessário em relação a estes se verificar em que moldes e circunstâncias podem ser classificados como consumidores de serviços financeiros, isto é, se efetivamente for possível juridicamente realizar uma equiparação entre figura do consumidor e a do investidor.

1.3. O investidor como consumidor

Após a descrição do conceito de consumidor e da figura jurídica do investidor, trataremos agora de responder à primeira grande questão do presente estudo, de saber se o dito investidor não qualificado pode também ser classificado como consumidor. Tendo, em conta o enunciando anteriormente, à primeira vista não nos parece existir uma total incompatibilidade entre os conceitos de consumidor e de investidor. Evidentemente se a nossa lei define como consumidor todo aquele a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional por pessoa que exerce uma atividade económica com carácter profissional visando obtenção de lucro, então não parece ser excluída desta definição legal a comercialização de bens e serviços financeiros.

³⁷ Daí, como supramencionado, a intensidade e extensão da prestação dos deveres de informação não ser medida em absoluto com base na distinção entre a figura de investidores qualificados e não qualificados, mas depender do grau de conhecimentos e experiência do sujeito – n.º 2 do art. 312.º.

Pois, se o conceito de consumidor não é unívoco, podendo, do ponto de vista do direito, serem-lhe atribuídos diferentes sentidos³⁸, a noção de consumidor de serviços financeiros não é à partida uma ideia incorreta à luz do direito vigente. Logo, se o investidor corresponde à categoria jurídica de investidor não qualificado, pode ser considerado juridicamente como um consumidor. Já que não atua no mercado de modo profissional e, o próprio CVM no art 321.º equipara a figura do investidor não qualificado à figura do consumidor.

Porém, não é esta uma questão totalmente isenta de divergências, uma vez que, o facto de existir uma vasta diversidade terminológica para designar o utente de prestações financeiras e de haver uma diversidade de regimes de tutela para cada setor financeiro – não sendo a proteção do utente simétrica – torna difícil determinar se o regime geral da proteção do consumidor é aplicável ao agente do lado da procura nos Mercados Financeiros³⁹. Neste sentido, Oliveira Ascensão, focando-se no investidor de valores mobiliários, após realizar o exame sobre as disposições do CVM relativas à figura dos investidores, acaba por concluir que os investidores não são legalmente por si só consumidores, só lhes sendo possível aplicar por equiparação na sua esfera jurídica o regime da proteção do consumidor⁴⁰.

Posto isto, defende que no âmbito da proteção do investidor apenas se poderá recorrer à disciplina dos direitos dos consumidores por analogia e nunca de modo direto. Isto porque, se considera como autónomo o estatuto do investidor em relação ao estatuto do consumidor, na medida que, enquanto os direitos do consumidor assentam numa tutela legal dita como acrescida, uma vez que, visam acautelar quer interesses individuais, coletivos e difusos, enquanto no caso da tutela do investidor apenas são previstos interesses individuais homogêneos e coletivos. Ou seja, tratando-se materialmente de realidades diferentes com um regime próprio, a tutela do investidor só será abrangida pela tutela do consumidor em tudo aquilo que não se vise proteger interesses difusos para além da mera proteção de interesses individuais e homogêneos.

³⁸ Ac. do STJ, 03/10/2017, processo n.º 212/11.1T2AVR-B.P1.S1, relator Júlio Gomes (disponível em www.dgsi.pt).

³⁹ José de Oliveira Ascensão, A Proteção do Investidor, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra 2003, pp. 13- 40.

⁴⁰ José de Oliveira Ascensão, *idem*, pp. 38-40.

Quer isto dizer que a figura do consumidor e do investidor correspondem a duas categorias diversas e opostas, sendo o consumidor aquele que realiza um ato de consumo (utilização finalística), enquanto o investidor procura expandir o valor de algo em detrimento do mero consumo ou aproveitamento do bem ou serviço.

Todavia, não é este um entendimento unitário ou pacífico, existindo quem pense em sentido oposto, inserindo a tutela do investidor no âmbito mais alargado do regime geral de defesa do consumidor⁴¹. Neste sentido, se considera possível equiparar expressamente os dois conceitos, pelo facto do próprio CVM, no n.º 3 do art. 321.º, o fazer ao remeter para o regime das cláusulas contratuais gerais.

Trata-se de uma equiparação que aproxima a figura dos chamados investidores não qualificados da figura de consumidor, partilhando, desde logo, a característica comum de se tratar de agentes carecidos de preparação e conhecimentos técnicos relativos ao normal funcionamento do mercado. É, assim, recomendável o recurso ao Direito dos Consumidores com as especificidades próprias do estatuto de investidor⁴².

Neste preciso sentido, Sofia Nascimento Rodrigues⁴³, defende que a própria incompatibilidade entre os conceitos de consumidor e investidor não é algo totalmente irremediável ou oposto. Desde logo, porque essa referida incompatibilidade diz respeito a uma perspetiva mais económica das duas figuras⁴⁴, não se passando o mesmo à luz do Direito vigente.

Isto porquanto, como referido anteriormente a LDC não faz uma distinção entre o modo pelo qual o agente adquirente utiliza certo bem ou serviço, mas se visa apenas a proteção

⁴¹ Carlos Osório Castro, A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, Lex, Lisboa, 1997, p. 338.

⁴² Carlos Costa Pina vai mais longe, ao considerar que a equiparação expressa no CVM não se limita à mera remissão para a LCCG. Julgando estar-lhe subjacente uma equiparação mais ampla para efeitos em geral da aplicação do regime da informação, por força da remissão prevista no n.º 4 do art. 7.º do CVM para o regime geral da publicidade. Sobre o qual por sua vez se pressupõe o respeito pelos direitos dos consumidores, de acordo com o n.º 4 do art. 7.º da LDC e do art. 12º do Código da Publicidade. Cfr. Carlos Costa Pina, Publicidade, promoção e prospeção nos serviços financeiro, in Direito dos Valores Mobiliários, volume IV, Coimbra Editora, 2003, pp. 249-307;

⁴³ Sofia Nascimento Rodrigues, A proteção dos investidores em valores mobiliários, Almedina, Coimbra, 2010, 29-32.

⁴⁴ No que diz respeito à relação entre as noções de investidor e consumidor, como enunciado o ponto 1.1., segundo uma perspetiva económica o consumo afasta-se do investimento por se tratar da mera destruição do valor criado. Enquanto quem investe pretende conservar esse valor e assim, só aquilo que não é consumido pode vir a ser investido. Cfr. Sofia Nascimento Rodrigues, A proteção dos investidores em valores mobiliários, ob. cit., p. 30; Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., pp. 237-238.

do agente que para uso privado ou não profissional recebe bens ou serviços de um outro agente que atua no exercício profissional de uma atividade económica como fim de obtenção de benéficos.

Quer isto dizer, que juridicamente não há obstáculo legal para a classificação como consumidor daquele que de forma não profissional procura adquirir ou receber bens e serviços financeiros, independentemente se de um ponto de vista meramente socioeconómico a ação praticada por esse agente ser classificada como um investimento e não um ato associado ao consumo.

Da nossa parte não afastamos de imediato a possibilidade de comparar os investidores não qualificados como consumidores para efeitos de um reforço da sua tutela. Não só porque como já assinalado o n.º 1 do art. 2.º da LDC não exclui a eventual aplicação aos investidores financeiros, mas também porque noutras disposições legais o investidor é equiparado ou considerado como consumidor, é o caso do regime jurídico dos contratos à distância relativos a serviços financeiros (DL n.º 95/2006, de 29 de maio) ou do já também mencionado n.º 3 do art. 321.º do CVM.

E a nível abstrato não podemos ignorar o facto inquestionável dos fundamentos da proteção dos consumidores não serem completamente distintos ou serem pelo menos análogos aos da proteção dada aos investidores. Particularmente, o facto de em ambos os casos, o agente do lado da procura no mercado regista um poder negocial menor comparativamente à contraparte com quem contrata e, existindo por isso mesmo uma debilidade que requer proteção.

Contudo, em sentido oposto, Barreto Menezes Cordeiro⁴⁵ considerou que as chamadas *rationes* subjacentes à proteção dos consumidores e dos investidores não podem ser consideradas entre si idênticas ou comuns. Uma vez que, o grau de proteção dado aos consumidores é superior ao devido aos investidores, fruto do facto lógico e social da generalidade das pessoas serem consumidores, mas apenas uma minoria investe em instrumentos financeiros. Ou mesmo devido à incompatibilidade da proteção do consumidor e do investidor, residir ainda nas diferentes necessidades sociais que se visa acautelar, pois enquanto na proteção do consumidor se procura equilibrar a relação

⁴⁵ A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 1.ª Ed., Almedina, 2017, pp. 237-239;

naturalmente desigual entre o prestador de serviços ou bens e o consumidor já relativamente aos investidores se destina a diminuir os riscos inerentes aos mercados financeiros. Sem esquecer o facto de os investidores já contarem com uma proteção máxima, fruto da relação fiduciária⁴⁶ que se estabelece entre estes e os intermediários financeiros, prescindido assim de uma qualquer tutela suplementar.

Em todo o caso, não sendo de todo falso o apresentado no parágrafo anterior, dentro da lógica anteriormente exposta do que defende Oliveira Ascensão, não nos parece por outro lado justo e inteiramente correto afastar por completo a proteção do investidor da tutela do consumidor. É verdade que a *ratio* que lhes subjaz não é completamente idêntica, mas não é também completamente incompatível ou oposta. O elemento central a ambas não deixa de ser o mesmo: proteger a parte mais fraca da relação contratual, basta ver que a proteção do investidor financeiro é invariavelmente intensificada por uma necessidade de tutela do consumidor⁴⁷.

Pois, quer o investidor quer o consumidor estão perante a contraparte sujeitos uma composição assimétrica das condições determinantes ou essenciais à correta avaliação e decisão sobre qual a melhor posição adotar no contexto negocial. E se pensarmos no cada vez maior carácter massificado da contratação no âmbito dos mercados financeiros, com recurso a cláusulas contratuais gerais pré-elaboradas por quem propõe ou vende determinado bem ou serviço financeiro, onde não se pressupõe a existência de uma efetiva e previa negociação individual⁴⁸, limitando-se os seus destinatários à sua subscrição,

⁴⁶ Infra ponto 3.2. do capítulo III.

⁴⁷ Uma circunstância que é aliás bem visível nas diversas medidas extraordinárias tomadas no contexto da crise financeira mundial, que visaram exatamente defender o chamado consumidor final de serviços financeiros ou assentavam nessa finalidade. Cfr. António Menezes Cordeiro, A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial de 2007/2010, in Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia, Vol. 3, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pp. 577-600.

⁴⁸ Fruto da natureza e circunstâncias normais da contratação associada aos mercados financeiros, usualmente são classificados estes contratos como de adesão, tem sido de resto, o entendimento regra geral, assumido pela nossa doutrina e jurisprudência, tratando os contratos de serviços financeiros como aqueles em que uma das partes estabelece unilateralmente o conteúdo das cláusulas contratuais e a outra parte se limita a aceitar ou a recusar aderir ao modelo contratual proposto. Havendo uma mera apresentação ou oferta ao público de um determinado contrato, estipulando previamente as suas cláusulas contratuais gerais, não existindo verdadeira liberdade negocial e de estipulação da parte do seu destinatário, que apenas aceita a ou recusa em bloco a proposta contratual padronizada unilateralmente.

Cfr. João Antunes Varela, Das obrigações em geral, vol. I, 10ª Ed., Almedina, Coimbra, 2000, pp. 252-253; José Engrácia Antunes, Direito dos Contratos Comerciais, 1ª Ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 686; Inocêncio Galvão Telles, Direito das Obrigações, 7ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 1997, p. 75;

somos confrontados com uma situação pelo menos análoga ao que acontece na órbita do Direito do Consumo.

Pois, dada a natureza e circunstâncias normais deste tipo de contratação, pelo facto de o investidor/cliente não interferir ou participar na negociação e estipulação de certas cláusulas contratuais gerais, há a necessidade de acautelar essa parte dita mais fraca e esclarecida no âmbito da formação da sua vontade contratual. Correspondendo esta necessidade de proteção ao preciso *ratio* da proteção especial conferida ao consumidor, onde há uma relação jurídica em que, a parte dita mais forte, se encontra adstritas ou vinculada a regras de conduta de consideração dos interesses e expectativas legítimos da sua contraparte.

De qualquer modo, é certo que os investidores formam uma verdadeira categoria jurídica própria, mas como apontado é possível encontrar relações contratuais no seio dos mercados financeiros onde se encontram conexões ao conceito de consumidor⁴⁹. Aliás, numa breve análise aos tipos de serviços ou produtos financeiros que são usualmente prestados, provavelmente classificamos muitas das relações daí provenientes como uma relação de consumo.

Veja-se o exemplo, da atividade bancária comercial, como o caso do depósito ou do mútuo, não são mais que uma relação de consumo, quando o banco presta ou fornece indistintamente ao mercado um serviço financeiro em troca de uma remuneração. Sendo, esse cliente bancário um consumidor, na medida que, se trate em regra de alguém que procura sem um propósito diretamente profissional adquirir determinado serviço num mercado que economicamente e tecnicamente não domina e o faz junto de um profissional que em troca visa obtenção de benefícios.

Posto isto, diremos que a atividade bancária comercial e a atividade seguradora podem ser facilmente inseridas no âmbito das relações de consumo, já relativamente à atividade bancária de investimento podem se apresentar alguns obstáculos a esta conclusão. Se

⁴⁹ Assim se explica que a jurisprudência portuguesa, habitualmente a partir da equiparação para o consumidor com base na remissão feita pelo CVM para LCCG, utilize a expressão consumidor de serviços ou produtos financeiros. V., por exemplo: Ac. do TRL, de 10/10/2017, relator Carlos Oliveira, processo n.º 4042/16.6T8LSB.L1-7; Ac. do TRE, de 14/09/de 2007, relator Tomé de Carvalho, processo n.º 2829/16.9T8PTM-B.E1; Ac. do TRP, de 26/12/2003, relator Isabel Pais Martins, Processo n.º 0240311; Ac. do TRL, de 15/05/2015, relator Maria da Conceição Saavedra, processo n.º 2107/08.7TBVIS.L1; (disponíveis em www.dgsi.pt).

recuperáramos o apresentando anteriormente ao nível da incompatibilidade material entre o consumidor e o investidor, um dos argumentos apresentados neste sentido prende-se com ser algo desnecessário por força da já mais que reforçada proteção entregue aos investidores⁵⁰. Nomeadamente, porque ao contrário dos restantes mercados financeiros, o mercado dos valores mobiliários tem características próprias, como é o caso da dimensão fiduciária que corre entre o intermediário financeiro e o investidor/cliente ou ainda várias remissões que são feitas no CVM para outros regimes como é o caso da prevista aplicação remissiva da LCCG.

Não deixa de ser verdade que a dimensão fiduciária à partida se afasta da mera relação de confiança como as relações associadas às relações de consumo⁵¹, contudo perante a atual organização dos mercados financeiros não podemos traçar este tipo de distinção em absoluto e de uma forma genérica. Basta observar que atualmente se assiste quer a uma cada vez maior expansão da banca para o mercado dos valores mobiliários, quer à expansão das empresas de seguros como instituições financeiras e a consequente multiplicação de intermediários financeiros, uma realidade bem visível ao se verificar a cada vez maior relevância no sistema financeiro de grandes conglomerados financeiros⁵².

Desta forma, também não podemos declarar de forma taxativa como incompatível a tutela do consumidor no âmbito do mercado de valores mobiliários, parece aliás ser essa a razão subjacente à remissão presente no n.º 3 do art. 321.º do CVM. Assim, sendo, diremos que a figura do investidor corresponde a uma categoria própria nas relações jurídicas, mas sempre que se verifique que o investidor em concreto se enquadra no conceito de consumidor não há razões que justifiquem a não concessão do mesmo grau de proteção de que beneficiam os consumidores fora do mercado financeiro. Até porque a remissão para o Direito do Consumo apenas reforça a posição jurídica de um sujeito que se quer especialmente proteger, não havendo impedimento para um eventual recurso ao instituto da integração de lacunas e o mecanismo da analogia.

Acaba por ser este entendimento, aquele que melhor se enquadra com a tendência internacional de proteção do chamado investidor não profissional (não qualificado) junto

⁵⁰ Parece ser este o entendimento expresso por José Oliveira Ascensão, *A Proteção do Investidor*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 38-40; e A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 237-239;

⁵¹ Infra ponto 2.2. do capítulo IV.

⁵² Sobre o tema, cfr. João Calvão da Silva, *Banca, Bolsa e Seguros*, 5ª Edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 28-35 e 37-148;

das regras da relação de consumo⁵³. Indo ao encontro do Direito Europeu, nomeadamente da legislação dirigida ao setor financeiro onde se constata a referência à figura de consumidor em termos latos. Como é o caso da alínea d) do art. 2.º da diretiva 2002/65/CE, de 23 de setembro de 2002, relativa à comercialização à distância de serviços financeiros⁵⁴, transporta para a ordem jurídica portuguesa pelo DL n.º 95/2006, de 29 de maio.

Pelo que fica exposto, entendemos ser possível reconduzir a figura do cliente/investidor de serviços financeiros ao conceito de consumidor, desde logo, por força de um princípio de equiparação. Ou seja, não podemos adotar uma posição meramente literal ou reducionista, mas sim observar a dinâmica de cada caso concreto e ponderar de modo equitativo os valores e interesses basilares à relação contratual em causa, com um particular foco no estatuto concreto que as partes têm ou acreditam ter em determinada relação contratual.

A extensão da proteção especialmente prevista para o investidor/cliente de serviços financeiros explica-se assim pela lógica de garantir uma tutela reforçada aqueles que atuando fora da sua específica competência se apresentam nas relações financeiras na precisa ou semelhante posição que é atribuída normalmente a um qualquer consumidor, isto é de leigos ou inócuos perante a elevada tecnicidade do produto ou serviço adquirido⁵⁵.

Não quer isto dizer, que se equipare o conceito de consumidor a todo e qualquer investidor que seja não qualificado, diremos que à partida os investidores que não sejam classificados legalmente como qualificados podem ser tratados ao abrigo da tutela prevista para os consumidores. Mas certamente existem investidores não qualificados cuja natureza e fundamento da relação contratual em causa não obrigue o recurso à tutela dos consumidores, como será o caso do investidor em regra classificado como não qualificado em que se prove dispor ou dever dispor de competência específica para a transação em

⁵³ Fernando Estevam Bravim Ruy, *Direito do Investidor, Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*, Editora Lumem Júris, Rio de Janeiro, 2010, p. 43; Eduardo António Klausner, *Direito Internacional do Consumidor. A proteção do consumidor no Livre-comércio Internacional*, Jurua Editora, Curitiba, 2012, 73-82;

⁵⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 222;

⁵⁵ A este propósito podemos recuperar as referências para o princípio da vulnerabilidade feitas por Fernando Baptista de Oliveira a propósito da equiparação do conceito de consumidor para além dos casos tipicamente assinalados como de consumo. Cfr. Fernando Baptista de Oliveira, *O Conceito de Consumidor (...)*, ob. cit., pp. 136-137.

causa, em virtude da sua experiência ou atividade profissional. Logo, a equiparação ao conceito de consumidor deve ser verificada no caso concreto, atendendo às características do próprio cliente/investidor em hipótese⁵⁶.

Por exemplo, se tivermos em consideração os recentes casos dos lesados de instituições financeiras do BES ao BANIF⁵⁷, provavelmente apuramos que de um ponto de vista puramente generalizado é plausível o tratamento desses ditos lesados como consumidores de serviços financeiros. Na justa medida que, correspondem à ideia do consumidor como Homem débil que atua fora da sua específica competência e saber, uma vez que a grande maioria desses referidos lesados corresponderia a investidores/clientes com uma capacidade económica modesta ou limitada que apenas procuraram adquirir certos serviços financeiros com um fim de poupança, desconhecendo verdadeiramente aquilo que efetivamente contrataram⁵⁸.

Por último, concluída a possibilidade de o investidor financeiro ser considerado também como consumidor de serviços financeiros, desde que, verificadas todas as condições e requisitos no contexto concreto, temos ainda de salientar que esse dito consumidor em regra corresponderá aos atos praticados por pessoas singulares no âmbito dos mercados financeiros. Mas, de acordo com o enunciado anteriormente sobre o conceito de consumidor, não podemos excluir em abstrato a possibilidade de incluirmos na figura de consumidor os casos em que o investidor é uma pessoa coletiva.

Falamos aqui mais uma vez de pessoas coletivas de pequena dimensão, correspondendo à ideia das chamadas pequenas ou médias empresas com uma dimensão financeira limitada ou modesta, de grande dependência da individualidade dos seus sócios e com um forte carácter familiar⁵⁹, perante as quais se pode pressupor uma situação de

⁵⁶ Consideramos que em nome da segurança jurídica este processo de equiparação não deve ser realizado de forma indiscriminadamente ou desligado de critérios de direito positivo. Isto é, da mesma forma que devemos procurar decisões que não sejam desligadas da realidade, também devemos sempre ter em conta critérios jurídicos, evitando decisões tomadas apenas com base em argumentos ou critérios extrajurídicos. Cfr. António Menezes Cordeiro, A decisão segundo a equidade, in O Direito, Ano 122, 1990, abril-junho, pp. 261-280;

⁵⁷ Infra capítulo III., ponto 3.6.

⁵⁸ De acordo com certas posições apresentadas no supra ponto 1.1. do capítulo II, podemos ainda encaixar na categoria de consumidor o caso dos investidores que ao abrigo da sua atividade profissional modesta (pequena empresa, comércio ou exploração agrícola adquiriram serviços financeiros. Cfr. Fernando Baptista de Oliveira, *idem*, pp. 63-72.

⁵⁹ Especial referência ao conceito de sociedades familiares, sobre o tema vide Relatório da Comissão Europeia de 2009 intitulado Final Report of the Expert Group. Overview of Family-business – Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies. disponível em <https://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family->

debilidade negocial e contratual em tudo idêntica aos casos onde quem investe em nome próprio é uma pessoa singular.

1.4. O Direito aplicável às operações financeiras com consumidores

Ao se concluir pela equiparação do investidor como consumidor consequentemente resultará na aplicação a seu favor do lote de regras jurídicas destinadas a tutelar a relação jurídica de consumo. Falamos assim de direitos dos consumidores, que estão desde logo garantidos constitucionalmente no art. 60.º da CRP, segundo o qual se prevê os seguintes direitos: *direito dos consumidores à qualidade dos bens e serviços; direito à formação e à informação; direito à proteção da saúde, da segurança dos interesses económicos dos consumidores; direito à reparação de danos;*

A disciplina dos direitos dos consumidores encontra-se depois concretizada de forma dispersa em diversa legislação ordinária, mas a LDC assume um papel-base à disciplina do Direito do consumo. No artigo 3.º da LDC encontramos aliás a referência à suprarreferida lista de direitos constitucionalmente consagrados na tutela dos consumidores, encontrando também na LDC o desenvolvimento de cada um desses enunciados.

Faremos, assim, uma breve e sucinta análise⁶⁰ de cada um destes enunciados-base entre os direitos dos consumidores, começando pelo direito à qualidade dos bens e serviços trata-se de uma formulação aberta que necessita de uma concretização casuística em consonância com o critério previsto no art. 4.º da LDC que indica que a aptidão dos bens ou serviços devem satisfazer “*os fins a que se destinam e produzir os efeitos que se lhes atribuem*” no sentido de satisfazerem as legítimas expectativas dos consumidores. A ideia é evitar que o consumidor seja tentado a adquirir “*gato por lebre*”⁶¹, devendo para o efeito ser garantida uma cabal informação sobre os dados de qualidade daquilo que se

[business/index_en.htm](#); Cfr. Fernando Rodriguez, Sociedad de Responsabilidad Limitada y Empresa Familiar, in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 21, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003, p. 16;

⁶⁰ Para uma análise mais detalha, cfr. Teresa Almeida, Lei de Defesa do Consumidor – Anotada, Instituto do Consumidor, Lisboa, 1997, pp.33-65; Elionora Cardoso, Lei de Defesa do Consumidor. Comentada e Anotada, 1ª Edição, Coimbra Editora, Lisboa, pp. 49-154; Augusto Paulino, A tutela dos consumidores de produtos e serviços financeiros no Direito Moçambicano, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 91-102;

⁶¹ J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, vol. I, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p.781.

adquire, nomeadamente a sua fiabilidade, durabilidade e características técnicas ou típicas.

No caso do direito à proteção da vida, saúde e segurança, de acordo com o n.º 1 do art., 5.º da LDC, este corresponderá à proibição de prestação de bens ou serviços que “*em condições de uso normal ou previsível*” gerem riscos incompatíveis com a sua utilização. Aqui talvez acha um maior afastamento no âmbito dos mercados financeiros, uma vez que os serviços financeiros não envolvem os mesmos riscos para a saúde e integridade física do consumidor que o consumo associado a bens ou serviços físicos, como será o caso efetivo da indústria alimentar e farmacêutica ou da compra e venda de bens como aparelhos elétricos, automóveis e prestação de serviços de transporte.

Já o direito à formação e à educação manifesta-se em correlativos deveres cuja incumbência se retira dos arts. 6.º ao 8.º da LDC, correspondendo a uma série de deveres de informação em especial sobre a figura da contraparte do negócio jurídico estabelecido com consumidor e ainda na adoção de medidas públicas ou privadas com o objetivo de assegurar a educação do consumidor.

E relativamente ao direito à proteção dos interesses económicos dos consumidores, este desdobra-se num conjunto de imposições à contraparte da relação contratual de acordo com o art. 9.º da LDC. Assim, sendo, como apontam Gomes Canotilho e Vital Moreira⁶², a concretização do direito a proteção dos interesses económicos dos consumidores estende-se pelos seguintes domínios: *i) ao nível da proteção contra os danos resultantes da adoção de contratos-tipos e métodos agressivos na promoção de vendas, que impedem a avaliação consciente do clausulado contratual; ii) através da exigência da inteligibilidade das cláusulas contratuais que tenham por objeto o fornecimento de bens e serviços; iii) pela imposição do direito de assistência pós-venda; iv) e com especial incidência no caso da oferta de serviços financeiros, nomeadamente no que diz respeito à oferta de crédito ao consumo, aos contratos celebrados à distância e fora dos estabelecimentos contratuais; aos contratos de multipropriedade (time sharing) e às cláusulas abusivas;*

Por fim, em consonância com a proteção dos interesses económicos dos consumidores, estes têm igualmente o direito à indemnização por danos patrimoniais e não patrimoniais

⁶² J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, ob. cit., p. 782;

que resultem do fornecimento de bens ou prestação de serviços defeituosos ou por violação do contrato, gerando uma violação dos direitos do consumidor⁶³ – n.º 1 do art. 12.º da LDC. Tratando-se de uma responsabilidade civil objetiva por parte do prestador de serviços, como é estatuído no n.º 2 do art.º 12.º da LDC.⁶⁴

Para além dos direitos elencados na LDC, o chamado direito ao arrependimento⁶⁵ assume uma especial relevância no Direito do consumo. Não só por opção contratual das partes⁶⁶, como por encontrar-se previsto no regime de determinados contratos de consumo em especial⁶⁷. Um dos casos onde este direito se encontra previsto é no regime dos contratos celebrados, no art. 6.º do DL n.º 143/2001 que, se aplica aos serviços financeiros por força do art. 19.º do DL n.º 95/2006. Assim, como é previsto nos contratos de crédito ao consumo no art. 17.º do DL n.º 133/2009. Quer isto dizer que nestes casos em especial, o consumidor tem um direito ao arrependimento com um carácter unilateral, sem obrigação

⁶³ Estando em causa uma prática lesiva dos direitos dos consumidores ou violação de deveres legais e obrigações é permitida uma atuação judicial com vista a pôr fim a essas atuações. Não só para a cessação de tais práticas, como a sua própria prevenção. Falamos do direito à prevenção e ação inibitória previsto n.º 1 do art. 10.º da LDC, destinado à prevenção, correção ou cessação de práticas lesivas dos direitos dos consumidores e, que nomeadamente atendem contra a segurança jurídica e se podem traduzir no uso de cláusulas gerais proibidas ou consistam em práticas comerciais expressamente proibidas por lei. Cfr. Elionora Cardoso, Lei de Defesa do Consumidor. Comentada e Anotada, ob. cit., pp. 114-117;

⁶⁴ Infra ponto 1.4. do capítulo IV.

⁶⁵ A propósito deste direito também se utilizam outras referências, como direito de resolução, de rescisão, revogação, retratação, renúncia ou desvinculação *ad nutum*. Contudo, há na doutrina um entendimento da existência no âmbito do Direito do consumo do direito de arrependimento como um instituto jurídico com uma natureza jurídica própria e independente. Desde logo, porque embora tenha semelhanças com outros institutos, acaba por apresentar características próprias e distintas. Como por exemplo ao se afastar do direito de retração pelo facto de no caso do consumo já existir um contrato celebrado e se distanciar da revogação por ao contrário desta ter efeitos retroativos. Assim, como é distinto do direito de resolução, por ao contrário deste não necessitar de ser vinculado a um fundamento legal ou convencional, isto é não ser dependente de um qualquer motivo que justifique o seu exercício. Cfr. Jorge Morais Carvalho, Manual de Direito do Consumo, ob. cit., pp. 101-103.

Porém, importa alertar para o facto de o direito ao arrependimento poder ser de fonte convencional, ou seja, o exercício do direito e os seus efeitos podem ser condicionados ou limitados por vontade das partes dentro da sua liberdade contratual. Cfr. José Engrácia Antunes, Direito dos Contratos Comerciais, ob. cit., pp. 327-328.

⁶⁶ Jorge Morais Carvalho, aponta a sua utilização como uma estratégia de marketing com base jurídica, no sentido de angariar ou manter clientes. V. Manual de Direito do Consumo, ob. cit., p. 98.

⁶⁷ O direito ao arrependimento não conta com uma regra geral que o permita em todos os contratos de consumo, ao contrário do que acontece noutros ordenamentos jurídicos lusófonos como é o caso do Moçambicano (cfr. Augusto Paulino, A tutela dos consumidores de produtos e serviços financeiros no Direito Moçambicano, ob. cit., pp. 102-110). Isto se explica pelo facto de o legislador português considerar que o Direito ao arrependimento só deve ser legalmente permitido em certos casos, onde as circunstâncias o obriguem, ou seja, em concretos tipos de contratos onde haja fundamentos que permitam sustentar a necessidade da sua previsão. Sobre os diferentes tipos de fundamentos nos diferentes tipos de contratos onde o direito ao arrependimento se encontra previsto, cfr. Jorge Morais Carvalho, *idem*, pp. 98-101.

de invocação de um qualquer motivo para o seu exercício, dentro de um prazo limitado e com um carácter potestativo⁶⁸.

De uma forma genérica este direito destina-se em especial a acautelar casos pela natureza das circunstâncias do tipo de contrato em concreto ou do contexto contratual que lhes esta associado são mais tendentes a casos de falta de informação, informação insuficiente, ilegível ou ambígua que coloque em causa a utilização adequada ou o fim destinado para o serviço contratado. Ou seja, casos onde há um maior risco de os direitos dos consumidores constitucionalmente consagrados serem violados ou postos em perigo.

Posto isto, este elenco de direitos que podemos considerar basilares à tutela dos consumidores visa, assim, corrigir as desigualdades negociais existentes ao pretender garantir uma participação ativa nos processos de decisão e a tomada mais segura possível de decisões por parte do dito consumidor.

Indiferente a classificação como verdadeiros direitos subjetivos ou como meros princípios confortadores⁶⁹, os direitos dos consumidores assumem sim um carácter vinculativo correspondendo a verdadeiras regras jurídicas. Desde logo, atribuição no n.º 1 do art. 16.º da LDC de um regime de nulidade especial, estabelecimento na LDC de especial atuação do MP (art. 20.º), admitiu a criação do Instituto do consumidor (art. 21.º), do Conselho nacional do Consumo (art. 22.º) ou o alargamento da extensão os direitos e estatutos das instituições ou associações de promoção e tutela do consumidor – respetivamente arts. 17.º a 18.º da LDC.

Portanto, para além do regime jurídico previsto no Direito Civil ao nível da formação dos contratos, nas situações onde haja intervenção de consumidor ao direito do CC devemos cumular as regras jurídicas que incidem sobre as relações jurídicas de consumo. Ou seja, nas relações jurídicas de consumo, quando o agente do lado da procura é um consumidor, a responsabilidade civil terá, assim, uma extensão e profundidade em termos mais alargados que a aplicável na generalidade dos casos⁷⁰.

Porém, no caso particular das operações financeiras com consumidores devemos, ainda, ter em conta que para além das suprarreferidas regras decorrentes de fontes jurídicas

⁶⁸ Para uma análise suscita a estas características, cfr. Augusto Paulino, *idem, ibidem*.

⁶⁹ Cfr. António Menezes Cordeiro, Da natureza civil do Direito de Consumo, in Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, vol. I, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 675-711;

⁷⁰ Voltaremos a referir esta problemática no capítulo IV.

pertinentes a matéria do Direito do Consumo, importa, ainda, considerar todo o conjunto de fontes especiais que se impõe no âmbito dos mercados financeiros, nomeadamente ao nível da proteção dos investidores prevista no CVM.

2. Proteção do Investidor

Desta feita, reconhecendo-se a possibilidade de o investidor não qualificado assumir a posição de consumidor na relação jurídico-negocial, a esta será aplicável o escopo da proteção prevista para os consumidores. Mas, tratando-se de uma relação constituída no âmbito dos mercados financeiros, devemos em primeiro lugar atender à legislação especial aplicável. Logo, dentro desta lógica, a supramencionada tutela do consumidor em geral só corresponderá pelo menos em parte a um complemento à prevista tutela especial dos investidores. Iremos, então, de seguida desenvolver o nosso estudo ao nível dos fundamentos e medidas destinadas à proteção do investidor, conforme do disposto no CVM.

Todavia, importa esclarecer, como posteriormente será observado, que a especial tutela do investidor não se fica apenas pelo estipulado no CVM, havendo também outras fontes especiais aplicáveis. Designadamente quando o dito investidor seja antes de tudo um cliente de uma instituição bancária, com a qual mantém uma prévia e duradoura relação de clientela e, sobre a qual se deve atender às fontes aplicáveis às relações bancárias⁷¹.

2.1. Fundamentos

Como mencionado anteriormente, em regra comparativamente à contraparte da relação (a instituição financeira), a figura do investidor reúne capacidades e conhecimentos limitados sobre o efetivo funcionamento do mercado e dos produtos e serviços comercializados. Por isso, se identifica o investidor como a parte mais débil da relação jurídica-negocial e, pode ser equiparado ou classificado também como consumidor, algo que também coincidente com a razão de ser do legislador distinguir entre investidores não qualificados e se ter imposto um especial regime de proteção destes.

O exposto permite-nos afirmar, como consequência da consagração de um regime de proteção dos investidores, a prevalência de um regime assente na procura de preservar

⁷¹ Cfr., sobre a relação de clientela entre banco-cliente/consumidor, Charles Proctor, *The law and practice of international banking*, 2.^a ed., Oxford University Press, UK, 2015, pp. 335 ss. (em especial pp. 317-322).

simultaneamente a confiança nos investidores e nos mercados, sobretudo mitigando ou contornando as consequências negativas à esfera do investidor *em relação às falhas de mercado (inter alia, assimetrias informativas, crises, delitos e fenómenos miméticos irracionais (herding))*⁷². Neste sentido, Sofia Nascimento Rodrigues⁷³ aponta como razão de ser da proteção dos investidores, os seguintes fundamentos: *o interesse público; a segurança dos mercados; a igualdade entre os agentes do mercado; e a própria proteção dos consumidores;*

Relativamente ao interesse público este pode ser traduzido segundo o referido no art. 101.º da CRP, no interesse em garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social. No qual estará subtendido o reconhecimento do interesse público inerente ao funcionamento do mercado, significado que a previsão de uma disciplina de tutela adequada da posição jurídica dos investidores/clientes como algo fundamental e necessário neste âmbito⁷⁴.

Trata-se de uma disciplina onde o domínio jurídico se cruza com o económico, resultando nessa necessidade de proteção fundada num interesse público de tutela dos diferentes interesses que se fundam a atuação dos agentes da procura e da oferta dos mercados. Havendo aqui uma necessidade de equilibrar as posições e interesses de ambas as partes, sobretudo no quadro de mercado, como supramencionado, onde há uma parte que se assume como estando numa posição mais débil e comparação com aquele que atua como um profissional no mercado.

Deste modo, devemos ter em consideração sempre a complementaridade e interdependência quer da defesa do regular e eficiente funcionamento dos mercados, quer da proteção dos investidores, como princípios da regulação e supervisão do mercado, conforme, respetivamente, o disposto nas als. b) e a) do art. 358.º do CVM. O que significa que o interesse público no funcionamento dos mercados é conexo com outros interesses particulares ou gerais com relevância jurídica. Neste sentido Oliveira

⁷² Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., pp. 31-32. Mencionando o autor que a extensão das falhas do mercado determina a intensidade da proteção em concreto, *o que basta para inferir que estes dois aspetos são elementos teleológicos que não funcionam de modo autossuficiente, mas antes em termos complementares.*

⁷³ Sofia Nascimento Rodrigues, A proteção dos investidores em valores mobiliários, ob. cit., pp. 23-32 (v., em especial, as referências bibliográficas citadas).

⁷⁴ Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 22-26.

Ascensão⁷⁵ aponta os seguintes tipos de interesses: i) *gerais ou da coletividade como tal*; ii) *públicos, do Estados e entes públicos*; iii) *juridicamente protegidos, no âmbito e efeitos dos arts. 483.º e ss. do CC*; iv) *de uma categoria de interessados, de membro de uma categoria de pessoas, de uma profissão ou de um ramo de operadores económicos*; v) *ou dos indivisíveis interesses difusos, de todas as pessoas integrantes de uma comunidade*;

Quer isto dizer, que da proteção do investidor fundada no quadro destes interesses, tanto pode resultar direitos subjetivos para estes, ou não⁷⁶. Tudo depende de qual o interesse que é atendido, podendo as normas que reconhecem a tutela do investidor serem meras normas de proteção, por apenas se destinarem à tutela dos interesses gerais, coletivos ou difusos do público (de investidores) em geral. Mas, também podemos encontrar normas destinadas a proteger interesses e direitos subjetivos precisamente no sentido e efeitos do arts. 483.º ss. do CC, cuja sua violação constitui o infrator na obrigação de indemnizar os prejuízos sofridos pelos investidores lesados numa determinando situação em concreto⁷⁷.

Porém, à boleia do interesse público, a segurança e confiança no mercado assumem uma relevância como condições determinantes ao regular e eficiente funcionamento do mercado, designadamente para a formação da decisão do investidor. Pois, quanto mais protegidos os investidores/clientes forem ou sentirem ser, mais seguro e confiante será o seu comportamento em intervir (investir) nos mercados⁷⁸. Por isso, encontram-se consagrados como princípios de supervisão dos mercados a necessidade de prevenção do risco sistémico, de controlo da informação e de prevenção e repressão das atuações contrárias à lei ou regulamentos, como disposto, respetivamente, nas als. d), c) e e) do art. 358.º do CVM.

E, é neste preciso sentido, que a já aludida proteção dos consumidores é invocada como um fundamento do regime de tutela dos investidores, como um reforço da necessidade de implementação de todas as medidas necessárias à mais completa e efetiva proteção destes. Uma vez que, no âmbito do público em geral, os clientes comuns das instituições financeiras correspondem ao referido conceito de consumidor e, podendo esse cliente assumir a classificação e forma de investidor, logo este estará sempre em condições

⁷⁵ José Oliveira Ascensão, A Proteção do Investidor, ob. cit., pp. 22-24.

⁷⁶ Sofia Nascimento Rodrigues, *idem, ibidem*; Carlos Osório de Castro, A informação no Direito do mercado de valores mobiliários, ob. cit., p. 335.

⁷⁷ V., sobre a querela das normas de proteção e das normas programáticas no âmbito da proteção do investir/cliente de serviços financeiros, infra ponto 4.3. do capítulo III e capítulo IV.

⁷⁸ Será uma temática explorada e desenvolvida no infra ponto 1.1. e 2.2. do capítulo III.

análogas àquelas que por sua vez fundamentam a necessidade de determinação de um regime de proteção especial, comum no seio do Direito do consumo, direcionado para a proteção dos ditos consumidores.

2.2. Medidas gerais: Informação aos investidores

Atendo à relevância e *ratio* da proteção do investidor, como fundamentado anteriormente, resulta, assim, a necessidade de consagrar mecanismos e medidas capazes de garantir tal tutela. Isto, é de equilibrar as posições e interesses de ambas as partes, sobretudo no quadro de mercados onde há uma parte que se assume como estando numa posição mais débil e comparação com aquele que atua como um profissional no mercado.

Nestes termos, são várias as medidas legais cujo seu destino é sobretudo promover a estabilidade, eficiência e tutela dos investidores ⁷⁹, mediante a consagração de mecanismos de controlo e de transparência do funcionamento dos mercados e, ao nível da determinação de regras de conduta e de organização relativas à comercialização de produtos e serviços financeiros. Como é o exemplo da reforma financeira norte-americana *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010⁸⁰, destinada a controlar de modo mais minucioso a atuação das instituições financeiras e outros profissionais dos mercados financeiros, na esteira da procura por uma melhor proteção dos seus consumidores. Das diferentes medidas impostas destaca-se diretamente na esfera dos consumidores a imposição de práticas de gestão necessárias pelos bancos de garantia do acesso claro e adequado à informação. E, igualmente, no âmbito da UE seguiu-se esta tendência⁸¹, de procura por *mais transparência, supervisão e regulação efetivas; maior estabilidade e integridade dos mercados financeiros e reforço da proteção dos consumidores*⁸².

⁷⁹ V. infra ponto 2.1. do capítulo III.

⁸⁰ Trata-se de uma reforma legislativa dos anos da administração Obama, que introduziu diversas alterações na regulamentação do sistema financeiro dos EUA, nomeadamente com o fim de reduzir os riscos do sistema financeiro e evitar o colapso das grandes instituições, como se verificou em 2008 com a falência do *Lehman Brothers*. E visando, também, proteger os consumidores de empréstimos abusivos ou de alto risco, em particular no setor do crédito à habitação. Entre as suas medidas destacam-se a maior fiscalização dos bancos e de outras entidades financeiras, especialmente daqueles que possam ter um maior impacto negativo na economia em caso de falência, os apelidados *too-big-to-fail*. O texto da lei conforme aprovado pelo Senado e Congresso dos EUA encontra-se disponível em <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

⁸¹ Infra ponto 2.2. do capítulo III e referência às alterações impostas pela DMIF II, no ponto 4.3. também do capítulo III.

⁸² Augusto Paulino, *idem*, pp. 138-140.

Desta feita, a matéria divulgação e prestação de informação assume um caráter determinante e essencial na proteção dos investidores no quadro dos mercados financeiros, uma vez que, como adiante veremos, é aquilo que permite aos investidores formar a sua correta vontade em investir. Por isso, é um fundamento da confiança dos mercados e, consequentemente, do seu funcionamento da eficientes e seguro⁸³. Dado, quanto mais transparente um mercado for mais seguro os seus intervenientes se sentem no seu domínio, pois quanto mais informação tenham sobre o mercado mais possibilidade têm os investidores de desenvolver com um real conhecimento as suas expetativas e interesses.

Em suma, a atribuição de deveres jurídicos de informação é um dos pilares da proteção dos investidores, pois preenche ou acautela cada um dos fundamentos subjacentes a essa necessidade de proteção. Desta forma, encontram-se diversas normas em diferente legislação que consagram a obrigação de divulgação ou prestação de informações, no mercado em geral e no âmbito das relações entre os intervenientes do mercado em concreto.

Importa, designadamente, atender ao art. 212.º do CVM (complementado pelo art. 221.º também do CVM), relativo à informação ao público. Segundo, o qual é imposto o dever de prestar ao público informação sobre: *instrumentos financeiros admitidos à negociação ou selecionados para negociação e as operações realizadas e respetivos preços*. Devendo, nos termos do n.º 3 do referido preceito ser a informação prestada considerando o princípio da necessidade, ou seja, o conteúdo, os meios e a periodicidade da informação a prestar ao público devem ser os adequados às características de cada sistema, ao nível de conhecimentos e à natureza dos investidores e à composição dos vários interesses envolvidos⁸⁴.

Todavia, no seguimento da tutela do investidor a partir da consagração de direitos a informações, também se seguem outras normas de proteção do investidor distintas da mera obrigação de informar estes. Ou seja, de noutras de normas de conduta focadas na deontologia profissional a observar pelos agentes profissionais do lado da oferta dos mercados financeiros⁸⁵, como por exemplo do dever de segregação patrimonial, de registo

⁸³ Infra ponto 1. do capítulo III.

⁸⁴ Sendo, que a partir destes preceitos várias outras normas são previstas em matéria de deveres de informação. Infra ponto 3.4. do capítulo II.

⁸⁵ V. Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, p. 43 (nota 49).

e conservação de documentos, de segredo ou da proibição de intermediação financeira excessiva, previsto respetivamente nos arts. 306.º, 307.º, 304º e al. c) do n.º 2 do 397.º do CVM⁸⁶.

Por agora, optamos por não desenvolver toda esta temática dos deveres de conduta a que as instituições financeiras se encontram adstritas, especialmente dos deveres de informação, pese embora mais à frente seja este o objeto primordial de análise no presente estudo⁸⁷.

2.3. Medidas específicas

Fora a disciplina das regras de conduta, nomeadamente de deveres de informação, são também impostas outras medidas específicas de proteção⁸⁸. Isto, é do conjunto de medidas e mecanismos destinadas a acautelar ou mitigar os danos dos interesses dos investidores, quando se verifique uma efetiva situação de lesão e um provável litígio entre as partes.

Estas medidas já não são visam salvaguardar a confiança, segurança, o interesse público e o próprio equilíbrio entre as partes no processo de tomada de decisão de investimento, mas inserem-se na tutela do investidor quando a proteção nestas relações jurídicas falha, gerando-se danos que necessitam de ser reparados ou atendidos. Como veremos adiante, as problemáticas da tutela dos danos emergentes das relações privadas entre as partes fixam-se fundamentalmente no Direito da responsabilidade civil⁸⁹.

⁸⁶ No art. 397.º do CVM encontram-se ainda, outras proibições de conduta e Organização relativamente às entidades autorizadas a exercer atividades de intermediação financeira, designadamente dos seguintes deveres: a) De efetuar e de manter atualizado o registo diário das operações; b) De respeitar as regras sobre conflitos de interesses; c) De não efetuar operações que constituam intermediação excessiva; d) De verificar a legitimidade dos ordenadores e de adotar as providências que permitam estabelecer o momento de receção das ordens; e) De reduzir a escrito ou fixar em suporte fonográfico as ordens recebidas oralmente; f) De respeitar as regras de prioridade na transmissão e na execução de ordens em mercado; g) De prestar aos clientes a informação devida; h) De não celebrar, sem autorização ou confirmação do cliente, contratos em que seja contraparte. i) De divulgar ordens que não sejam imediatamente executáveis; j) De respeitar as regras relativas à agregação de ordens e à afetação de operações; l) De não executar ordens, sem o consentimento do cliente, fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral; m) De adotar uma política de execução de ordens ou de a avaliar com a frequência exigida por lei; n) De respeitar a exigência de forma escrita nos contratos de intermediação financeira, quando exigível; o) De respeitar as regras relativas à apreciação do carácter adequado da operação em função do perfil do cliente;

⁸⁷ *Infra* capítulo III.

⁸⁸ Seguimos a terminologia utilizada por Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 57 ss.;

⁸⁹ *Infra* capítulo IV.

Contudo, na linha do também observado no Direito do consumo⁹⁰, este recurso ou acesso à justiça e o exercício de direitos são dificultados pela dimensão complexa dos litígios, associadas a questões excessivamente técnicas e específicas dos mercados financeiros e seus produtos e serviços, ou mesmo, porque os encargos processuais a assumir ultrapassem as vantagens expectáveis⁹¹. Daí que, sejam formuladas ou permitidas formas alternativas ou complementares de tutelar o investidor-lesado, de modo a acautelar as dificuldades práticas associadas à defesa dos investidores, através do recurso a mecanismos como a ação popular, as associações de defesa dos investidores, a mediação de conflitos e os fundos de garantia^{92 93}.

2.3.1. Ação Popular

O n.º 1 do art. 31.º do CVM consagrou a ação popular para *proteção de interesses individuais homogêneos ou coletivos* dos investidores não qualificados⁹⁴. Ou seja, é prevista uma tutela do investidor através da concessão do Direito de ação popular a, a certas pessoas e/ou entidades, para intervenção em processos destinados à defesa de determinados interesses do investidor, violados no âmbito de relações jurídicas relativas ao investimento em certos instrumentos financeiros.

Este Direito é definido como um corolário do princípio democrático e da democracia participativa⁹⁵, dado possibilitar a participação e a intervenção dos cidadãos em geral na

⁹⁰ A grande finalidade do Direito do consumo é a proteção da parte contratual mais fraca (o consumidor), onde para além da regulação do funcionamento das relações de consumo, também se verifica uma preocupação ao nível do *direito processual civil do consumo, em especial, com o acesso do consumidor à justiça, individual e coletivamente, permitindo que os direitos que lhe são atribuídos possam ser, na prática, exercidos*. V. Jorge Morais Carvalho, Os contratos de consumo (...), ob. cit., pp. 37-39 (especial referência para a bibliografia citada pelo autor a propósito das desvantagens dos consumidores nas formas tradicionais de resolução dos litígios).

⁹¹ A insignificância do dano sofrido, a debilidade e insegurança do litigante isolado, a excessiva onerosidade do acesso à justiça e o receio de enfrentar uma contraparte económica e financeiramente mais poderosa levam muitas vezes o lesado a desistir de uma atuação processual em defesa dos seus direitos. V. Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 57-59.

⁹² Conforme os termos dos arts. 31.º a 36.º do CVM.

⁹³ Todavia, estas medidas não substituem o exercício dos direitos do Direito civil em geral, apenas correspondem a meios alternativos de resolução judicial e/ou extrajudicial dos conflitos, no quadro da proteção da parte contratual mais débil ou isolada.

⁹⁴ O instituto da ação popular foi consagrado como um Direito fundamental nos termos do n.º 3 do art. 52.º da CRP, na sequência da revisão constitucional de 1989. Porém, a ação popular não se limita apenas aos casos individualizados no preceito constitucional, pois é entendido que tal norma tem só um caráter exemplificativo. Neste sentido, o art. 14.º da Lei n.º 106/99, de 26 de julho, autorizou o Governo a tomar medidas legislativas no âmbito dos mercados dos valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, levando à consagração da legitimidade para a iniciativa da ação popular a favor dos investidores não qualificados, associações e fundações. V. J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, Constituição da República Portuguesa Anotada, vol. I, ob. cit., pp. 695-701.

⁹⁵ Cfr. art. 2.º da CRP.

defesa e fiscalização dos interesses da coletividade⁹⁶. Desta feita, embora o que esteja subjacente ao exercício, em concreto, do Direto de ação popular seja um interesse próprio ou particular do investidor (juridicamente protegidos, no âmbito e efeitos dos arts. 483.º e ss. do CC), a sua previsão encontra a sua razão de ser na defesa (via judicial) de interesses públicos da comunidade (no funcionamento seguro e eficiente dos mercados)⁹⁷.

Neste sentido, Oliveira Ascensão esclareceu que a ação popular para tutela dos investidores pode ter com base a defesa de interesses coletivos ou individuais, desde que estes últimos sejam interesses individuais homogêneos entre si (como se lê no respetivo preceito do CVM)⁹⁸. Desta feita, quem atua mesmo prosseguindo a tutela de interesses próprios, também o faz segundo um interesse altruísta, na defesa de um interesse indivisível ou agravado aos investidores e à própria comunidade em geral. Como é o caso do interesse (difuso) para o público do mercado em geral do bom e regular funcionamento dos mercados, pois caso se verifique um vício na relação jurídica subjacente a esses mercados poderá ser colocado em causa esse interesse. Algo, que lesa não só os investidores desse mercado, mas consequentemente é capaz de afetar a própria situação financeira e económica da comunidade em geral, dada a força e influência que as instituições financeiras assumem económica e socialmente⁹⁹.

Em suma, se no âmbito de relações jurídicas com um objeto atinente à operações sobre instrumentos financeiros, se verificar a violação de interesse individuais homogêneos dou coletivos, haverá legitimidade para a propositura de ações do tipo supramencionado, por

⁹⁶ V. Mário Aroso de Almeida, Sobre a legitimidade popular no contencioso administrativo português, in CJA (Cadernos de Justiça Administrativa), n.º 101, setembro/outubro 2013, pp. 50-56.

⁹⁷ Cfr., sobre a temática do interesse como fundamento da proteção dos investidores, supra ponto 2.1. do presente capítulo.

⁹⁸ Cfr. José Oliveira Ascensão, A proteção do investidor, ob. cit., pp. 20-22 e 24-29. O Autor critica é o facto de no preceito legal do CVM não haver uma efetiva correspondência entre interesses difusos e ação popular. Isto, porque para o Autor o conceito de interesses difusos distingue-se do referido conceito de interesses coletivos dos investidores, uma vez que, estes *interesses sindicais* não correspondem ao interesse duma comunidade (de interesses gerais). Apenas são interesses duma determinada classe ou categoria de intervenientes na atividade económica, neste caso dos investidores, que não coincidirão sempre com os interesses gerais da comunidade. Em todo o caso, esta posição é minoritária e sem sustentação na prática judicial, pois como afirma Sofia Nascimento Rodrigues (*idem, ibidem*), tanto os direitos individuais homogêneos como os interesses coletivos correspondem à concretização dos interesses difusos. A este propósito, esta Autora dá o exemplo de quando transmitidas informações no âmbito dos valores mobiliários em violação do disposto no art. 7.º do CVM, não só são afetados interesses individuais dos investidores como também interesses difusos da informação para o público do mercado em geral. V., também a título exemplificativo neste sentido, o Ac. do TCAS, de 05/05/2016, processo n.º 12894/16, relator Cristina dos Santos, disponível em www.dgsi.pt.

⁹⁹ Por isso, a ação popular é identificada como sendo “*um alargamento da legitimidade ativa a todos os cidadãos, independentemente do seu interesse individual ou da sua relação específica com os bens ou interesses em causa*”. V. Mário Aroso de Almeida, *idem, ibidem*.

parte dos sujeitos competentes para tal como previsto nas als. a) a c) do n.º 1 do art. 31.º do CVM. Isto, é respetivamente gozam do Direito de acção popular os investidores não qualificados; as associações de defesa dos investidores; e as fundações que tenham por fim a proteção dos investidores em instrumentos financeiros;

Sendo, que como disposto no n.º 2 e 3 do art. 31.º, resulta que esta legitimidade popular como conferida no quadro do CVM *visa, essencialmente, a tutela de pretensões indemnizatórias relacionadas com operações de investimento (e não o exercício ou a efetivação de direitos dos titulares de valores mobiliários, como é o caso do direito de alienação potestativa)*¹⁰⁰. Logo, o nível da indemnização, mesmo em função de interesses coletivos, dever ser calculado com base no estipulado no regime geral da responsabilidade civil do CC¹⁰¹, pois por falta de uma norma especial aplica-se a remissão prevista o art. 22.º da Lei n.º 83/95, de 31 de agosto, relativa ao exercício do Direito de participação procedimental e de acção popular¹⁰².

2.3.2. Associações de defesa dos investidores

Ora, no seguimento do direito de ação popular, no n.º 2 do art. 31.º são referidas as associações de defesa dos investidores como uma das entidades com competência nesse domínio. As associações de investidores são, assim, precisamente constituídas para permitir uma melhor defesa dos seus membros (inclusive de legitimidade processual), por força da necessidade de fazer face ao desequilíbrio de forças que se verifica existir nos mercados financeiros, fruto da concentração de poderes nas mãos dos agentes profissionais do mercado.

¹⁰⁰ Ac. do TCAS, 05/05/2016, processo n.º 12894/16, relator Cristina dos Santos.

¹⁰¹ Neste ponto, constata-se que não é afastado de todo o recurso às normas gerais de responsabilidade civil na tutela do investidor. A questão está em saber quais dessas regras se aplicam, nomeadamente se são aplicados os pressupostos civilísticos da responsabilidade civil obrigacional ou da aquilina. Será umas das questões que iremos analisar mais à frente no presente estudo, no supra capítulo IV.

¹⁰² A este propósito, José Oliveira Ascensão (*idem*, pp. 29-31) lamenta profundamente a ausência da consagração de um qualquer critério para atribuição e distribuição de indemnizações aos titulares de interesses não individualmente identificados. Para o Autor é um claro sinal de que o direito consagrado no art. 31.º do CVM apenas visa a tutela de interesses individuais e desconsidera ou marginaliza os interesses difusos (resultando na inexistência de indemnizações para esses casos). Porém, como refere Sofia Nascimento Rodrigues (*idem, ibidem*), no caso de indemnização devida a titulares não individualmente identificados, a sentença é globalmente fixada tendo em consideração os direitos indemnizatórios de todos aqueles levados que não intervieram na ação, mas foram nela representados carecendo, pois, de ser liquidados. Até como por os referido o exercício do direito do art. 31.º é subjacente sempre à violação de interesses próprios dos investidores, cuja lesão daí decorrente afeta interesses públicos ou difusos.

Por isso, no art. 32.º do CVM é regulado o direito de associação ao nível dos investidores dos mercados financeiros, nomeadamente condicionada ou subordinado esta liberdade de associação à ausência de um fim lucrativo e ao preenchimento das als. a) a c) previstas no referido preceito¹⁰³. Em todo o caso, importa não querer que se trata de um Direito constitucionalmente protegido no art. 46.º da CRP, devendo, ainda, o regime especial disposto no CVM ao regime das associações em geral previsto no Direito Civil português, nos arts. 157.º a 184.º do CC¹⁰⁴.

A estas associações são conferidos em diferentes normas os seguintes direitos: *direito de participação, direito de consulta e informação e direito de representação*. Mas, fora o já mencionado direito de ação popular da al. b) do n.º 1 do art. 31.º, também no CVM se reconhecem especificamente outros direitos, como o de iniciarem processos de mediação de conflitos quando o conflito abrange o campo dos interesses individuais homogêneos ou coletivos dos investidores (n.º 2 do art. 34.º)¹⁰⁵.

De qualquer modo, todas as associações de investidores no âmbito do art. 32.º do CVM devem passar pelo reconhecimento por parte da CMVM, nomeadamente via registo segundo o disposto no art. 365.º do CVM, para controlo da legalidade e supervisão¹⁰⁶. Neste quadro, segundo informação disponibilizada no site na internet da CMVM, são reconhecidas como associações de defesa dos investidores, as seguintes entidades: Privado Clientes – Associação de Defesa dos Clientes do Banco (BPP); ANDDCBPN – Associação (Associação Nacional de Defesa dos Direitos dos Clientes do BPN); Os Indignados e Enganados do Papel Comercial – Associação de Defesa dos Clientes Bancários Lesados, Investidores em Papel Comercial; AMELP – Movimento dos Emigrantes Lesados Portugueses; ALBOA – Associação de Lesados; ABESD -

¹⁰³ Requisitos exigidos: a) tenham como principal objeto estatutário a proteção dos interesses dos investidores em instrumentos financeiros; b) reunião entre os seus associados de um número mínimo de pelo menos 100 pessoas singulares que não sejam investidores qualificados; c) exerçam uma actividade efetiva há mais de um ano; Cfr., para um desenvolvimento de cada um destes requisitos, Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 71-74.

¹⁰⁴ Cfr., Paulo Videira Henriques, O regime geral das associações, in *Direito de Associação – o controlo da legalidade*, Centro de Estudos Judiciários, Lisboa, 2015, disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf.

¹⁰⁵ Cfr. Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 76-82.

¹⁰⁶ De qualquer modo, segundo o regime geral do direito de associação, ato de constituição e os estatutos da associação devem constar de escritura pública, sem prejuízo do disposto em lei especial. Cfr. n.º 1 do art. 168.º do CC e al. g) do n.º 2 do art. 80.º do Código do Notariado.

Associação de Defesa dos Clientes Bancários; ALPC - Associação Lesados Papel Comercial; ALOPE – Associação de Lesados em Obrigações e Produtos Estruturados¹⁰⁷;

2.3.3. Mediação de conflitos

Como já mencionado, a mediação de conflitos é também uma solução ao serviço da proteção dos investidores, tratando-se de um claro meio alternativo de resolução de litígios previsto nos arts. 33.º e 34.º do CVM¹⁰⁸. Segundo os quais, a CMVM disponibiliza um serviço destinado à mediação voluntária de conflitos, ou seja, nos termos da al. a) do art. 2.º da Lei n.º 29/2013¹⁰⁹, os investidores têm ao seu alcance uma *forma de resolução alternativa de litígios, realizada por entidades públicas ou privadas, através do qual duas ou mais partes em litígio procuram voluntariamente alcançar um acordo com assistência de um mediador de conflitos*¹¹⁰.

A mediação é, assim, apontada por Oliveira Ascensão como algo essencial e necessário ao bom funcionamento dos mercados, por assumir uma grande relevância na resolução dos litígios livre das longas delongas associadas ao funcionamento da justiça¹¹¹. Assumindo-se a mediação como a resolução de litígios, voluntária, não judicial, confidencial e não adversarial, dado não se seguir uma linha de confronto, mas antes de cooperação e imparcialidade¹¹².

Relativamente ao domínio da mediação de litígios a cargo da CMVM no âmbito dos mercados financeiros, deve seguir, nos termos do n.º 1 do art. 34.º do CVM, os procedimentos de mediação estabelecidos em regulamento da própria CMVM, mas devendo sempre obedecer a princípios de imparcialidade, celeridade e gratuidade.

¹⁰⁷ Muitas destas associações têm exercido um papel determinante na defesa judicial e na opinião pública dos interesses dos investidores, relativamente aos chamados casos dos investidores-lesados do BES e BANIF. Infra ponto 3.6. do capítulo III.

¹⁰⁸ Também no âmbito das relações clássicas bancárias é possível o recurso à figura da mediação de litígios, designadamente para os litígios referentes aos direitos e obrigações dos intermediários de crédito e demais entidades habilitadas a exercer esta atividade e a prestar serviços de consultoria (previstos no DL n.º 81-C/2017), independentemente do valor do litígio em causa.

¹⁰⁹ A Lei n.º 29/2013, de 19 de abril, estabelece os princípios gerais aplicáveis à mediação realizada em Portugal, bem como os regimes jurídicos da mediação civil e comercial, dos mediadores e da mediação pública.

¹¹⁰ A mediação encontra-se prevista constitucionalmente no n.º 4 do art. 202.º da CRP, no qual se lê que *a lei poderá institucionalizar instrumentos e formas de composição não jurisdicional de conflitos*. Entre essas formas de resolução dos litígios insere-se a transação, a arbitragem, a conciliação e a mediação. V. J.J. Gomes Canotilho e Vital Moreira, *idem*, p. 511.

¹¹¹ José Oliveira Ascensão, *idem*, pp. 31-32.

¹¹² Cfr. arts. 3.º a 9.º da Lei n.º 29/2013.

Logo, é necessário seguir o regulamento da CMVM n.º 23/2000, 5 de julho, que conforme se lê no seu preâmbulo, consagrou um conjunto de procedimentos que permitem adaptar às especificidades dos litígios e baseando-se exclusivamente na procura de um acordo entre os interessados, mediante o auxílio de um terceiro imparcial, caracterizado pela celeridade e informalidade dos procedimentos.

Desta feita, segundo o aludido regulamento da CMVM, o procedimento de mediação de conflitos inicia-se mediante solicitação expressa de investidor não institucional ou de associação de defesa dos investidores, dirigida à CMVM, em que se descreva o objeto do litígio, a pretensão e os seus fundamentos e a entidade ou entidades visadas¹¹³. Devendo, como disposto no n.º 1 do art. 3.º do regulamento, o pedido de mediação voluntária ser notificado à entidade ou entidades visadas, que depois o comunica ao Serviço de Mediação de Conflitos se aceita participar no respetivo procedimento¹¹⁴.

Iniciando-se este processo¹¹⁵, o mediador escolhido ou nomeado, nos termos do n.º 3 a 5 do art. 34.º do CVM, deve procurar, então, a conciliação ou propor às partes uma determinada solução que mais adequada lhe parecer ser ao caso em concreto¹¹⁶. Caso se chegue a um acordo resultante do procedimento de mediação, este quando escrito terá a natureza de transação judicial, estando sempre o mediador sujeito ao princípio da confidencialidade sobre toda e qualquer informação ou questão subjacente ao processo.

A este propósito, o n.º 1 e 2 dos art. 6.º do regulamento n.º 23/2000, determinam as formas como o processo se extingue, designadamente no caso de uma das partes desistir, comunicando tal vontade ao mediador; se conclua fundadamente pela impossibilidade da produção de um acordo; com a transação entre as partes; ou, independentemente de qualquer transação formal, quando a pretensão do requerente seja satisfeita. Esclarecendo o art. 7.º do regulamento n.º 23/2000 que, independentemente do resultado do

¹¹³ V. n.º 1 do art. 2.º do regulamento n.º 23/2000.

¹¹⁴ Que acompanha o previsto, respetivamente, no n.º 2 e 3 do art. 33.º do CVM: de os mediadores serem designados pelo conselho diretivo da CMVM, podendo a escolha recair em pessoas pertencentes aos seus quadros ou noutras personalidades de reconhecida idoneidade e competência; e da CMVM notificar a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados do referido serviço e seus respetivos procedimentos.

¹¹⁵ Inicia-se após a aceitação das partes, com a audiência dos interessados *a fim de averiguar desde logo da possibilidade de acordo prévio ou de sistematização de uma agenda da mediação* – n.º 1 do art. 5.º do regulamento n.º 23/2000.

¹¹⁶ Cfr., igualmente, n.º 2 do art. 5.º do regulamento n.º 23/2000.

procedimento de mediação, este não exclui a responsabilidade em que os respectivos agentes possam incorrer a outro título, salvo no domínio da responsabilidade civil.

De qualquer modo, a ideia a reter do recurso à mediação é sempre a procura de uma forma dinâmica e informal de litígios, realizado e orientado pelas próprias partes na procura por um acordo previamente sugerido por um terceiro mediador¹¹⁷. Desde que, neste recurso à mediação seja garantindo às partes a possibilidade confiarem num quadro jurídico previsível da sua regulação, como regulamentado pela CMVM¹¹⁸.

2.3.4. Fundos de garantia

Quando, anteriormente nos referimos à hipótese de ação popular, não mencionados que nos termos do art. 35.º do CVM nas situações em que, por prescrição ou não identificação dos beneficiários (no caso de defesa de interesses coletivos) não seja por isso paga a indemnização, esta reverterá para um fundo de garantia que visa ressarcir os investidores não qualificados pelos danos causados pelos agentes de mercado. Mencionamos agora esta questão para demonstrar a função dinâmica dos fundos de garantia previstos nos arts. 35.º e 36.º do CVM.

Conforme o disposto no n.º 1 do art. 35.º é concedida às *entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação e de câmara de compensação e as contrapartes centrais* a permissão ou possibilidade de constituição de fundos de garantia. Destinados a funcionar como uma garantia de indemnização aos investidores confrontados com a falta de cumprimento por parte da contraparte contratual do obrigado.

Nos termos do n.º 2 do art. 35.º, estes fundos de garantia visam ressarcir os investidores não qualificados pelos danos sofridos em consequência da atuação de qualquer intermediário financeiro membro do mercado ou sistema, ou autorizado a receber e transmitir ordens para execução, e dos participantes naqueles sistemas. Mas, esta tutela

¹¹⁷ Neste sentido, no n.º 4 do regulamento n.º 23/2000, o mediador pode acordar com as partes envolvidas na mediação a adoção de regras procedimentais a que estas livremente se vinculam, sob pena de extinção do procedimento em caso de incumprimento.

¹¹⁸ Cfr., para um maior desenvolvimento desta matéria, Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, pp. 83-114.

ressarcitória não é ilimitada, conforme o mencionado na al. c) do n.º 4 do art. 36.º do CVM¹¹⁹.

Porém, ainda, no âmbito da proteção dos investidores, importa atender à existência do sistema de indemnização de investidores (SII), isto é, de uma pessoa coletiva de Direito público, criada no n.º 3 do art. 5.º, no art. 18.º e no n.º 3 do art. 23.º do DL n.º 222/99, de 22 de junho, com o objetivo de proteger os pequenos investidores e que funciona junto da CMVM¹²⁰.

Sobretudo para acautelar os danos e perdas resultantes dos casos de incapacidade financeira dos intermediários financeiros participantes para reembolsar ou restituir o dinheiro ou os instrumentos financeiros que lhes pertençam, garantindo a cobertura dos montantes devidos aos investidores relativos a instrumentos financeiros e o dinheiro destinado expressamente à sua compra.

Sendo, o SII regido pelo regulamento da CMVM n.º 2/2000¹²¹, segundo o qual é fixado o montante anual a suportar por cada entidade participante para as despesas de funcionamento do deste sistema. Essas, ditas despesas são classificados, no próprio preâmbulo do referido regulamento, como as referentes aos *encargos a suportadas pelas entidades participantes e os termos da constituição das garantias a prestar pelas mesmas entidades*, nomeadamente no que diz respeito a cobrir o risco de insolvência de um dos seus participantes (das instituições financeiras), numa lógica de responsabilidade subsidiária conjunta de todos os integrantes do sistema¹²², dentro dos regulamentados limites de participação.

Contudo, no âmbito da proteção do cliente de serviços financeiros, podemos, ainda, mencionar outros mecanismos ou sistemas coletivos diretamente destinados, igualmente, a garantir uma tutela ressarcitória de eventuais danos decorrentes de lesões ou perdas.

¹¹⁹ Cfr., sobre a natureza, organização e funcionamento dos fundos de garantia, enquanto mecanismos de proteção de investidores não qualificados e, considerações sobre entidades que têm a seu cargo a gestão de um fundo de garantia, Maria do Rosário Azevedo, Fundos de garantia, in Cadernos do mercado de valores mobiliários, n.º 11, CMVM, agosto de 2001.

¹²⁰ O SII distingue-se dos fundos de garantia previstos o CVM, pois trata-se de uma pessoa coletiva de direito público, que funciona na esfera da CMVM e, não sob a tutela de entidades gestoras independentes.

¹²¹ Alterado pelos regulamentos da CMVM n.º 2/2010 e n.º 2/2013.

¹²² Cfr., especialmente os arts. 5.º a 9.º do regulamento n.º 2/2000; e v. José Oliveira Ascensão, *idem*, pp. 32-34. E atendendo que o limite para as indemnizações é de 25.000€ por investidor, sendo as indemnizações calculadas com base no valor dos instrumentos financeiros à data do acionamento do SII, e não no seu valor à data da compra.

Nomeadamente do fundo de garantia de depósitos, regulamentado pelo disposto nos arts. 154.º a 173.º do RGICSF e pelos seus regulamentos sucedâneos. Tendo, como objeto garantir o reembolso de depósitos constituídos nas instituições de crédito que nele participe. Até ao limite de 100.000€ do valor global dos saldos em dinheiro de cada titular de depósito, existentes à data em que se verificar a indisponibilidade dos depósitos.

Em todo o caso, estes sistemas de garantia têm um âmbito de cobertura subsidiário, uma vez que o seu recurso para pagamento de indemnizações só tem lugar quando tal não seja possível por outro meio ressarcir os investidores lesados por dificuldades financeiras das empresas de investimento ou instituições de crédito nas quais confiaram os seus fundos (poupanças) ou instrumentos financeiros no âmbito de operações de investimento.

3. Deveres das instituições financeiras

Após terem sido referidos os princípios e fundamentos subjacentes à proteção legal do investidor, verificámos que grande parte das suas conseqüentes medidas de tutela recaem direta ou indiretamente sobre comportamento adstrito aos sujeitos que exerçam atividades financeiras¹²³. Desta feita, importa, agora, analisar sucintamente o modo como se processa a organização e respetiva supervisão do cumprimento e respeito por parte dos prestadores das regras de conduta e de organização, que lhes são impostas na prossecução da sua atividade profissional para efeitos de proteção dos investidores. Nomeadamente dos investidores não qualificados que intervêm juridicamente no mercado na posição de simples consumidores finais.

3.1. Supervisão comportamental

Nas páginas que se seguem vai ser identificado e caracterizado o escopo das regras de conduta e de organização das instituições financeiras direcionadas para proteção dos investidores nos moldes, fundamentos e soluções mencionadas no ponto anterior. Esta disciplina da insere-se no âmbito da intitulada supervisão comportamental, ou seja, no quadro da atuação pública da regulação e supervisão dos mercados centrada no

¹²³ Cfr., sobre as diferentes figuras de prestadores de serviços financeiros, Rute Saraiva, *Direito dos mercados financeiros*, AAFDL, Lisboa, 2013, pp. 179 ss.; Carlos Costa Pina, *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 250 ss.

comportamento das instituições em especial para com os seus clientes, tendo em vista garantir um certo padrão de comércio justo¹²⁴.

A supervisão dos mercados financeiros em Portugal encontra-se assente num modelo tripartido, existindo uma autoridade pública responsável pela regulação e supervisão de cada um dos setores do mercado financeiro (o bancário, os valores mobiliários e o segurador/fundos de pensões)¹²⁵. Desta feita, a disciplina das regras de conduta é consagrada de um modo disperso em diferente legislação ou mesmo fontes regulamentares sob a competência e influência de diferentes entidades independentes de supervisão.

Para o objeto do presente estudo centrado sobretudo na proteção do investidor-consumidor naquilo que diz respeito à captação de investimento, o quadro da supervisão comportamental incide sobre a atividade do BdP e da CMVM¹²⁶. Na esfera da supervisão comportamental do BdP, a sua intervenção incide na regulação e supervisão da conduta das instituições do mercado bancário a retalho, já a esfera da CMVM diz respeito à organização e ao funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, impondo-se a sua atuação sobre a figura das seguintes entidades indicadas no n.º 1 do art. 359.º do CVM¹²⁷.

¹²⁴ Joana Pinto Monteiro, O desenvolvimento recente da supervisão bancária comportamental, in *O novo Direito bancário*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 227-284

¹²⁵ No presente estudo, não estamos particularmente interessados na análise da organização e modelo de supervisão dos mercados financeiros, apenas nos referimos a esta disciplina nas matérias relevantes e necessárias para o objeto em estudo, da proteção do investidor-consumidor em especial ao nível da relevância da informação na captação de investimento. Supra ponto 2. do capítulo III. Para um enquadramento e desenvolvimento do modelo atual de supervisão e regulação financeira dos mercados financeiros em Portugal, cfr. Pedro Cassiano Santos, *The Banking Regulation Review (Portugal)*, Editor Jan Putnis, Law Business Research, Londres, 2010, pp. 280-292; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Organização e supervisão dos mercados financeiros*, in RDS, ano IV, n.º 3/4, Almedina Coimbra, 2014, pp. 565-588; Luís Guilherme Catarino, *Regulação e supervisão dos mercados financeiros de instrumentos financeiros: fundamentos e limites do Governo e jurisdição das Autoridades independentes*, Almedina, Coimbra, 2010; Fernando Teixeira dos Santos, *A supervisão financeira em Portugal: avaliação crítica e sugestões para a sua reforma*, in *O novo Direito dos valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 297 ss.; Rute Saraiva, *Direito dos mercados financeiros*, ob. cit., pp. 139-188;

¹²⁶ Cfr., respetivamente, arts. 17.º ss da LOBdP e título VI do RGICSF, e arts. 358.º ss. do CVM.

¹²⁷ a) Entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários e contrapartes centrais; b) Intermediários financeiros e consultores para investimento; c) Emitentes de valores mobiliários; d) Investidores qualificados e titulares de participações qualificadas; e) Fundos de garantia e sistemas de indemnização dos investidores e respetivas entidades gestoras; f) Auditores registados na CMVM; g) Sociedades de titularização de créditos; h) Sociedades de capital de risco, sociedades de empreendedorismo social e sociedades de investimento alternativo especializado; i) Entidades que se proponham a celebrar ou mediar contratos de seguro ligados a fundos de investimento ou a comercializar contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, no âmbito destas atividades; j) Titulares de posições curtas

Em ambos os casos a sua atuação é direcionada em sentido macro para a tutela das relações das entidades sob a sua tutela com os seus clientes e, em sentido micro para a imposição e controle de deveres e regras de conduta e de boa organização destas. Neste preciso sentido, no RGICSF a matéria da supervisão financeira é dividida em diferentes áreas: regras de conduta nos arts. 73.º a 76.º; relações com os clientes no arts. 77.º a 77.º-D; conflitos de interesse no art. 85.º e 86.º; e defesa da concorrência nos arts. 87.º e 88.º;

Para o controlo (do cumprimento) de cada uma destas matérias, das quais se retiram ou surgem deveres para os prestadores de serviços financeiros, nos termos do n.º 1 do art. 116.º do RGICSF é atribuído ao BdP os seguintes poderes: *acompanhar a atividade das instituições financeiras; vigiar a observância das normas que disciplinam a atividade das instituições de financeiras; emitir determinações específicas dirigidas a pessoas coletivas ou singulares, designadamente para que adotem um determinado comportamento, cessem determinada conduta ou se abstenham de a repetir ou para que sejam sanadas as irregularidades detetadas; emitir recomendações; regulamentar a atividade das entidades que supervisiona; e sancionar as infrações;*

De igual forma, o quadro da supervisão comportamental traçado no CVM assenta na imposição de deveres de informação às instituições financeiras (quanto atuam como intermediários financeiros), de regras de conduta aos agentes do sector financeiro, de regras de governança e responsabilidades fiduciárias¹²⁸. Sendo, nos termos do n.º 1 do art. 353.º do CVM, a CMVM responsável pela supervisão das formas de negociação de instrumentos financeiros, das ofertas públicas relativas a valores mobiliários, da compensação e da liquidação de operações àquelas respeitantes, dos sistemas centralizados de valores mobiliários e das entidades referidas no art. 359.º do CVM.

Para tal, a CMVM, como garante do equilíbrio do mercado, deve exercer uma permanente e sucessiva vigilância sobre o exercício das actividade pelas entidades sujeitas à sua supervisão e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, dos sistemas de

relevantes sobre ações e dívida soberana e adquirentes de proteção em swaps de risco de incumprimento soberano; k) Participantes, operadores, gestores de mercados de licenças de emissão e produtos derivados de licenças de emissão, leiloeiros e supervisores de leilões de licenças de emissão; l) Administradores de índices de referência de quaisquer instrumentos financeiros e os contribuidores de informação e dados para esses índices; m) Outras pessoas que exerçam, a título principal ou acessório, atividades relacionadas com a emissão, a distribuição, a negociação, o registo ou o depósito de instrumentos financeiros ou, em geral, com a organização e o funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros;

¹²⁸ Fernando Teixeira dos Santos, A supervisão financeira em Portugal: avaliação crítica e sugestões para a sua reforma, ob. cit., p. 300.

liquidação de instrumentos financeiros, de câmara de compensação, de contraparte central e dos sistemas centralizados de valores mobiliários, conforme os procedimentos expostos nos arts. 360.º a 362.º do CVM.

Designadamente, nos termos do n.º 1 do art. 360.º através da realização de inquéritos e/ou de inspeções para averiguação de possíveis infrações ou irregularidades, da fiscalização do cumprimento da lei e dos regulamentos, para aprovação dos atos e conceder as autorizações previstas na lei, efetuar os registos previstos na lei, instruir os processos e punir as infrações que sejam da sua competência. Assim, como dar ordens e formular recomendações concretas, difundir informações e publicar estudos.

Podendo nos termos do n.º 2 do art. 361.º, a CVM, para exercício desta regulação e supervisão comportamental do mercado, socorrer-se dos seguintes meios: *a) exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos, não podendo as entidades supervisionadas invocar o segredo profissional; b) ouvir quaisquer pessoas, intimando-as para o efeito, quando necessário; c) determinar que as pessoas responsáveis pelos locais onde se proceda à instrução de qualquer processo ou a outras diligências coloquem à sua disposição as instalações de que os seus agentes careçam para a execução dessas tarefas, em condições adequadas de dignidade e eficiência; d) requerer a colaboração de outras pessoas ou entidades, incluindo autoridades policiais, quando tal se mostre necessário ou conveniente ao exercício das suas funções, designadamente em caso de resistência a esse exercício ou em razão da especialidade técnica das matérias em causa; e) substituir-se às entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas de liquidação, de câmara de compensação, de sistemas centralizados de valores mobiliários e às contrapartes centrais quando estas não adotem as medidas necessárias à regularização de situações anómalas que ponham em causa o regular funcionamento do mercado, da atividade exercida ou os interesses dos investidores; f) substituir-se às entidades supervisionadas no cumprimento de deveres de informação; g) divulgar publicamente o facto de um emitente não estar a observar os seus deveres.*

Porém, tendo em conta este enquadramento, seja via BdP ou via CMVM, o importante é o mercado ser tutelado ao nível do controlo do comportamento dos prestadores de serviços financeiros na comercialização e negociação com os clientes. Neste âmbito, como supramencionado, a lei confere às autoridades de supervisão quer um poder

normativo, quer um poder injuntivo¹²⁹, assente, sobretudo, na disciplina das regras de conduta, de deveres de informação e regras ou procedimentos de organização/*governance* das instituições financeiras.

3.2. Regras de conduta

Centrando-se o nosso estudo na proteção do consumidor de serviços financeiros, este corresponderá ao cliente do mercado bancário de retalho, isto é, dos clientes dos balcões dos bancos onde são comercializados um amplo leque de produtos e serviços financeiros, muito para além dos típicos produtos bancários, como a oferta de serviços de investimento e de seguros¹³⁰. Por isso, os bancos representam a instituição financeira por excelência na comercialização com o público em geral de serviços e produtos financeiros¹³¹, seja através da sua atuação como instituições responsáveis e competentes em receber depósitos e em conceder créditos, ou seja, intervindo como intermediário financeiro na negociação, recomendação ou aconselhamento pelo investimento em determinados instrumentos financeiros.

Sendo, historicamente caracterizado ou apontado o facto de a atuação das instituições de crédito também abranger o campo dos valores mobiliários como um exemplo ou evidência das enormes debilidades negociais e consequente necessidade de proteção dos consumidores existente na comercialização de serviços financeiros. Isto, porque os bancos invariavelmente acabam por incentivar a aquisição de instrumentos financeiros pelos seus clientes, regra geral pequenos investidores aforradores, classificados como investidores não qualificados, com um conhecimento reduzido ou trivial sobre o funcionamento do mercado¹³².

¹²⁹ Para uma compreensão ou enquadramento generalizado da regulação e supervisão bancária e financeira, v., respetivamente, António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, 6.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 1045 ss.; e Paulo Câmara, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 245 ss.

¹³⁰ Falamos, assim, de banca comercial e de investimento, na terminologia do RGICSF de instituições de crédito e sociedades financeiras. A primeira hipótese incide sobre a atividade tradicional dos bancos (sobretudo de receção de depósitos e de concessão de crédito – cfr. n.º 1 e 2 do art. 4.º, n.º 1 e 2 do art. 8.º e al. c) do n.º 1 do art. 14.º do RGICSF) e, a segunda diz respeito à atividade dos bancos direcionada para a prestação (como intermediários) de serviços de investimento (cfr. al. e), f), h), i), q) do n.º 1 do art. 4.º) e art. 199.º-A do RGICSF e arts. 289.º a 293.º do CVM). V. António Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, ob. cit., pp. 334-335 e 338-341 e João Calvão da Silva, *Banca, Bolsa e Seguros*, ob. cit., pp. 25-29.

¹³¹ Correspondo a uma imagem do banqueiro no supermercado, como apresentado por Herbert Grohman, em *Banking in Supermarketen*, *apud*, António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, p. 347 (nota 799).

¹³² A este nível, já na época da Grande Depressão de 1929, nos EUA gerou-se a ideia de que a entrada das instituições de crédito no mundo dos valores mobiliários tinha sido mesmo uma das causas da queda dos

Desta feita, a supervisão desempenhada pelo BdP, nos termos da LOBdP e do RGICSF, assume um papel determinante na tutela das relações jurídicas de índole financeira dos consumidores. Mas, sem descurar a necessária articulação e colaboração mútua com as restantes autoridades competentes para o exercício de supervisão dos mercados financeiros¹³³, nomeadamente com a CMVM nas matérias relacionadas com a comercialização pelos bancos de instrumentos financeiros (serviços de investimento), cuja competência da sua regulação, como supramencionado cabe à entidade responsável pelos mercados de valores mobiliários, segundo os ditames do CVM¹³⁴.

Assim, sendo, no domínio da supervisão comportamental, o BdP deve fiscalizar o cumprimento pelas instituições financeiras das regras e deveres de conduta previstos no Título VI do RGICSF. Das regras que a lei determina deverem ser observadas no exercício da sua atividade, nomeadamente ao nível da competência técnica e da relação com os clientes.

Neste sentido, no art. 73.º é disposto que no plano da organização empresarial deve ser assegurado os meios humanos e matérias adequados e apropriados ao funcionamento com qualidade e eficiência do mercado. Seguindo-se, no disposto no art. 74.º, da exigência dos seus administradores e restantes empregados atuarem com diligência, neutralidade, lealdade, discrição e respeito pelos interesses subjacentes, seja nas relações com os clientes ou com outras instituições. E no art. 75.º da concretização do critério devido no cumprimento desse dever de diligência pelas instituições financeiras em qualquer circunstância e independentemente do tipo de relação e contraparte, segundo a bitola de *um gestor criterioso e ordenado, de acordo com o princípio da repartição de riscos e da*

mercados. Não só porque se considerava que na comercialização de produtos financeiros complexos, os bancos não assumiam uma devida diligência especialmente cuidadosa no aconselhamento prestado aos seus clientes. Mas, também, porque nesse âmbito os bancos violavam o dever de não conflito (nomeadamente numa relação fiduciária), ao optarem por promover a aquisição de instrumentos financeiros contrários os interesses dos seus clientes, mas favoráveis às suas próprias necessidades e projetos. Como é o exemplo da aquisição de obrigações emitidas por empresas (muitas vezes em graves dificuldades financeiras) pertencentes aos próprios donos dos bancos ou as quais tinham contratado empréstimos com estes. É esta uma realidade familiar às situações subjacentes nos recentes casos de clientes-lesados de instituições bancárias portuguesas, v. ponto 3.6. do capítulo III. Cfr., também, A. Barreto Menezes Cordeiro, Organização e supervisão dos mercados financeiros, ob. cit., pp. 566-575 (em especial as citadas referências bibliográficas sobre a banca universal).

¹³³ Cfr., n.º 2 do art. 93.º do RGICSF e, al. b) do n.º 3 e n.º 2 do art. 373.º a 377.º-A. do CVM.

¹³⁴ Em todo o caso, como anteriormente mencionado, não há nos nossos dias uma fronteira rígida entre os diferentes mercados financeiros, da mesma forma que a banca e valores mobiliários subsistem lado a lado, também o mercado dos seguros se interliga com estes, como é o exemplo do disposto na al. c) do art. 353.º do CVM e n.º 2 do art. 20.º do RGAS.

segurança das aplicações e ter em conta o interesse dos depositantes, dos investidores, dos demais credores e de todos os clientes em geral.

Ainda neste âmbito, já na esfera especial das relações com os clientes, é previsto no art. 77.º-B o dever de adoção pelas instituições financeiras de códigos de conduta, onde sejam divulgados os princípios e as normas de conduta que regem os vários aspetos das suas relações com os clientes, incluindo os mecanismos e os procedimentos internos por si adotados no âmbito da apreciação de reclamações. Podendo, igualmente neste campo de ação, conforme os termos do art. 76.º, o BdP regulamentar, por aviso, as regras de conduta que considere necessárias para completar e desenvolver as regras previstas no RGICSF.

Porém, no plano da regulação das relações com os clientes, é acrescido às referidas regras de conduta, um extenso dever específico de informação e assistência, disposto no art. 77.º, que assume uma relevância chave na tutela dos clientes de serviços financeiros¹³⁵. E, igualmente, acrescido de regras de conduta referentes à publicidade, conforme o previsto no art. 77.º-C, sobretudo no quadro do controlo dos *deveres de informação e transparência a que devem obedecer as mensagens publicitárias*¹³⁶.

Posto este enquadramento, verificamos que a tutela da atividade bancária, sobretudo na no plano das reações com os seus clientes, resulta em *deveres de competência, de adequação e de eficiência*, como uma exteriorização da bitola do *bonus pater familias*, na figura do banqueiro criterioso e ordenado¹³⁷. Sendo, estes deveres também reforçados no seu conteúdo, alcance e intensidade pelo disposto nos arts. do CVM, quando este se aplique, designadamente na esfera dos deveres de informação do banco como um intermediário financeiro¹³⁸ e no controlo dos produtos (instrumentos) financeiros comercializados/negociados¹³⁹.

¹³⁵ V., infra ponto 1. do capítulo III.

¹³⁶ Podendo, também, como previsto no n.º 6 do art. 77.º e n.º 4 do art. 77º-C, o BdP estabelecer, por aviso, regras imperativas sobre o conteúdo dos contratos entre instituições de crédito e os seus clientes, tendo em vista garantir a transparência das condições de prestação dos correspondentes serviços Assim, como a atuação do BdP abrange também o dever de apreciar das reclamações apresentadas pelos clientes, fundadas no incumprimento das normas que regem a atuação bancária – conforme os termos previstos no art. 77.º-A do RGICSF.

¹³⁷ Embora seja criticado e negado a assunção dos arts. 73.º a 75.º como verdadeiras normas de conduta fontes de direitos para os clientes, e não de meras normas programáticas. Neste sentido, cfr. António Menezes Cordeiro, Direito bancário, ob. cit., pp. 346-348. Contudo, será uma temática que voltaremos a referir no infra ponto 4.3. do capítulo III.

¹³⁸ Cfr., em especial, arts. 312.º ss. e 323.º ss. do CVM.

¹³⁹ Cfr. Título VII, arts. 31.º a 35.º, do RMIF.

Porém, a principal ideia a retirar do quadro das regras de conduta do RGICSF, a par do critério da diligência é o facto de se verificar o predomínio da exigência e controle da informação a prestar e divulgar pelas instituições financeiras, sobretudo no quadro das relações com os seus clientes, a que se acrescentam as diversas disposições do CVM referentes à obrigação de divulgação de informação no mercado em geral e/ou no âmbito de uma determinada situação e relação jurídica¹⁴⁰. A este propósito, podemos, desde já, identificar ou apontar o domínio da temática da supervisão comportamental por um intenso quadro de controlo informativo dos mercados e, em especial da relação estabelecidas entre as instituições financeiras e os seus clientes, será aliás daqui adiante este o fio condutor de toda a nossa análise.

3.3. A informação e a publicidade relativa à comercialização de produtos ou serviços financeiros

Do que acabámos de dizer, resulta a relevância atribuída ao controle e disciplina da informação no âmbito direito ou indireto da regulação e supervisão das relações das instituições financeiras com os seus clientes. Aliás, no decurso do contexto da crise económica e financeira de 2007-2014, verificou-se a aprovação de um variado conjunto de normas destinadas a reforçar os deveres de informação, no sentido do funcionamento dos mercados assentes em mais informação e mais transferência¹⁴¹.

Como é o exemplo dos seguintes diplomas: i) o DL n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, precisamente sobre deveres de informação e de transparência no sector financeiro, que alargou o leque de informações, esclarecimentos a prestar aos supervisores e em especial aos consumidores de produtos ou serviços financeiros, designadamente de informações a prestar sobre produtos complexo e também descontrolo do conteúdo das mensagens publicitárias e dos prospeto informativo; ii) o Aviso do BdP n.º 10/2008, de 9 de novembro, relativo à imposição de conjunto de deveres de informação a que as instituições financeiras estão sujeitas nas fases pré-contratual e contratual da aquisição de produtos e serviços financeiros, no âmbito dos mercados financeiros a retalho,

¹⁴⁰ Em todo o caso, outros deveres específicos de informação são exigidos no setor bancário, nomeadamente para feitos de informação e comunicação das autoridades de supervisão e do mercado em geral. Cfr., sobre deveres de informação no âmbito do governo societário dos bancos, Rui Cardona Ferreira, Deveres de Informação, in A governação de Bancos nos sistemas jurídicos lusófonos, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 187 ss. (em especial pp. 204-209).

¹⁴¹ António Menezes Cordeiro, Direito bancário, pp. 162-163; Augusto Paulino, A tutela dos consumidores de produtos e serviços financeiros no Direito moçambicano, ob. cit., nota 536.

nomeadamente de deveres de respeito de princípios de transparência e rigor que permitam uma adequada avaliação dos respetivos encargos, remunerações e riscos; iii) o Aviso do BdP n.º 4/2009, de 20 de agosto, que estabeleceu um conjunto de deveres de informação a prestar pelas instituições de crédito no âmbito da actividade de receção, do público, de depósitos bancários simples; iv) o Aviso do BdP n.º 8/2009, de 12 de outubro, que consagrou os requisitos mínimos de informação que devem ser satisfeitos na divulgação das condições gerais com efeitos patrimoniais dos produtos e serviços financeiros disponibilizados ao público pelas instituições financeiras; v) o Aviso do BdP n.º 5/2009, de 26 de agosto, que aprovou os deveres pré-contratuais de informação a observar pelas instituições na comercialização de produtos financeiros complexos; vi) o Aviso do BdP n.º 5/2017, de 22 de setembro, quanto aos deveres de informação a observar na negociação e celebração de contratos de crédito; vii) a Instrução da CMVM n.º 03/2013, de 21 de junho, sobre a informação a prestar pelas entidades emitentes, gestoras e comercializadoras no âmbito da comercialização de produtos financeiros complexos;

Todos estes diplomas têm em comum o facto de visarem o controlo da credibilidade e da qualidade da informação sobre os produtos e serviços financeiros comercializados pelas instituições financeiras. Neste campo encontram-se referências quer a deveres pré-contratuais e contratuais de informação, quer à temática das mensagens publicitárias de promoção e prospeção nos serviços financeiros¹⁴².

Importa, assim, esclarecer que a disciplina da informação nos mercados engloba também a esfera das mensagens publicitárias, até porque, no exercício de uma atividade comercial (como a atividade bancária e financeira), os seus profissionais naturalmente recorrem à publicidade como uma forma de promoverem os seus bens ou serviços, com vista à sua comercialização (alienação) pelo público alvo ou interessado¹⁴³. Ora, sendo a publicidade como informação dirigida ao público (consumidores ou não), justifica-se a imposição de

¹⁴² Carlos Costa Pina, Publicidade, promoção e prospeção nos serviços financeiros, in *Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 249 ss.

¹⁴³ V., a propósito da relevância da publicidade na influência do comportamento económico e, consequentemente, para o funcionamento do comércio, Carlos Ferreira de Almeida, *Conceito de publicidade*, ob. cit., pp. 120-125 e 134. E, ainda, sobre o exercício e fins da publicidade associada às atividades de intermediação financeira, Carlos Costa Pina, *Publicidade*, *idem*, pp. 275-278; Maria Miguel Morais de Carvalho, *O conceito de publicidade enganosa*, in *Nos 20 anos do código das sociedades comerciais: Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 689-6692 (675-706);

deveres informativos na mensagem publicitária, como algo necessário ao funcionamento transparente dos mercados e consequentemente para proteção da parte mais fraca¹⁴⁴.

Por isso, assumindo a publicidade uma grande importância ou influência na decisão em contratar, é normal que estes incentivos à contratação sejam regulados pelo Direito, emanado pelo princípio da transparência e da proteção dos consumidores. Nomeadamente, sob pena da contratação ser assente em decisões pouco esclarecidas por parte dos investidores, ou de se violarem direitos e garantias dos consumidores¹⁴⁵.

Assim, no n.º 4 e 5 do art. 7.º da LDC são estabelecidas regras a observar em matérias de comunicação publicitárias com os consumidores em geral, devendo a publicidade ser lícita, inequivocamente identificada e respeitar a verdade e os direitos dos consumidores. Sendo, atribuída relevância negocial à publicidade, ao instituir a obrigatoriedade de integrar no conteúdo dos contratos as informações concretas e objetivas contidas nas mensagens publicitárias de determinado bem, serviço ou direito e, tendo-se por não escritas as cláusulas contratuais em contrário.

E no próprio domínio do mercado bancário, segundo o disposto no n.º 1 do art. 77.º-CC do RGICSF, a publicidade está sujeita ao regime geral¹⁴⁶ e, relativamente às atividades de intermediação de instrumentos financeiros, ao estabelecido no CVM. Nesta linha, no n.º 2 e 3 do mesmo preceito, são instituídas menções obrigatórias a apresentar nas mensagens publicitárias relativas a contratos de crédito ou sobre referências a garantia dos depósitos ou a indemnização dos investidores.

Desta maneira, a publicidade sobre a comercialização de produtos e serviços financeiros encontra-se sujeita aos princípios gerais e ao regime jurídico constante dos diplomas aplicáveis à publicidade em geral e das normas previstas da legislação especial, como o CVM ou da LDC. Relativamente ao regime geral, no art. 6.º ss. do CódPub. é estabelecido como princípios orientadores da publicidade a *licitude, identificabilidade, veracidade e respeito pelos direitos do consumidor*¹⁴⁷. Devendo-se tais princípios articular ou

¹⁴⁴ Cfr. Carlos Costa Pina, *idem*, pp. 254-256.

¹⁴⁵ Ainda, que também por motivos preventivos de concorrência desleal. Cfr. José Oliveira Ascensão, Publicidade enganosa e comparativa e produtos financeiros, in RB, n.º 45, janeiro/junho de 1998, pp. 23-30 (pp. 23 ss.); Ana Clara Azevedo de Amorim, A tutela da lealdade nas relações de mercado: a propósito do ilícito publicitário, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 295 ss.

¹⁴⁶ Cfr., igualmente, remissão prevista no n. 4 d art. 7.º do CVM.

¹⁴⁷ V., para um desenvolvimento do conteúdo de cada princípio, Augusto Paulino, A tutela dos consumidores de produtos e serviços financeiros no Direito moçambicano, ob. cit., 288-289; Maria Miguel

complementar com as exigências previstas com as disposições do art. 7.º do CVM, quanto ao conteúdo da informação em geral ao qual as mensagens publicitárias neste caso também devem atender¹⁴⁸.

No âmbito dos mercados de valores mobiliários, importa, ainda, referir a exigência prevista no art. 134.º ss. do CVM de divulgação de um prospeto informativo sobre a realização de qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários¹⁴⁹. Pois, há aqui, nos termos da als. b) e c) do n.º 1 do art. 121.º do CVM, uma necessidade de aproximação do conteúdo das comunicações publicitárias com o conteúdo do prospeto, quer na obrigação de referir a existência ou a disponibilidade futura de prospeto e indicar as modalidades de acesso ao mesmo, quer na própria necessidade de se harmonizar o seu conteúdo.

Designadamente, para que em ambas as situações o conteúdo da informação divulgada seja apresentado de forma *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objeto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante* – n.º 1 do art. 135.º do CVM¹⁵⁰.

Por isso, no n.º 2 do art. 121.º, sobre a disciplina da publicidade no CVM, é estabelecido a sujeição da divulgação das mensagens publicitárias apenas após aprovação ou autorização da CMVM, algo igualmente imposto para o prospeto conforme o disposto no n.º 1 do art. 140.º do CVM. E, igualmente, n.º 3 do mesmo preceito é feita uma remissão da responsabilidade pelo conteúdo da informação divulgada em ações publicitárias para o disposto nos arts. 149.º e ss., da responsabilidade pelo prospeto¹⁵¹.

Morais de Carvalho, O conceito de publicidade enganosa, ob. cit., pp. 678-679; Ana Clara Azevedo de Amorim, A tutela da lealdade nas relações de mercado. A propósito do ilícito publicitário, ob. cit., pp. 184-202;

¹⁴⁸ Cfr. n.º 2 do art. 7.º do CVM, assim, como a remissão presente na al. a) do n.º 1 do art. 121.º do CVM

¹⁴⁹ Cfr., sobre qualificação de oferta pública, art. 109.º do CVM.

¹⁵⁰ Quanto à harmonização da publicidade com o conteúdo do prospeto, Carlos Costa Pina considera que não resulta numa coincidência exata do conteúdo, mas apenas o dever de o conteúdo deste ser coerente (não entrar em contradição) com o conteúdo daquele, para efeitos de uma positiva formação pelos seus destinatários de um juízo fundado sobre a oferta. V. Carlos Costa Pina, *idem*, p. 271 (nota 55).

¹⁵¹ A este propósito será necessário articular o regime de responsabilidade por informações publicitárias (art. 30.º do CódPub) e do por informações contidas no prospeto, nos termos do CVM. Desta feita, mesmo que a mensagem publicitária não cumpra na íntegra as exigências legais a que a informação se encontra sujeita, o facto de nessa mensagem se fazer menção para a o prospeto em conformidade com a legalidade do conteúdo informativo pode ser interpretado como causa de exclusão da do dever de indemnizar por

Atendendo a esta exposta disciplina da publicidade, em especial no domínio dos serviços financeiros, podemos concluir que o Direito exige na divulgação e emissão de mensagens publicitárias um agir assente nos ditames de uma conduta leal e honesta, sob ena de responsabilidade leal. Nas palavras de Menezes Cordeiro, *o Direito da publicidade procura aperfeiçoar os velhos princípios da boa fé na contratação, obrigando à informação correta e à lealdade nos procedimentos*¹⁵². Algo que se explica pela mencionada dimensão informativa da publicidade relativa à qualidade dos produtos e serviços e condições associadas à sua contratação, ao ponto de assumir uma *função persuasiva de incentivo à contratação*. Assim, manifestando-se na esfera da disciplina da publicidade todo um amplo quadro de eficácia jurídico-negocial e de tutela indemnizatória das expetativas dos clientes/consumidores, na linha daquilo que adiante veremos a propósito do uso de informação incorreta, falsa ou enganosa, numa conduta contrária aos deveres de informação¹⁵³.

Posto isto, é correto afirmar que a aproximação da disciplina da publicidade à disciplina da informação, pois independentemente do sentido puramente promocional da publicidade, pelo menos em sentido amplo *toda a publicidade é informação*¹⁵⁴. Desde já, porque em ambas as disciplinas há a fixação de conteúdos informativos obrigatórios

responsabilidade civil, pois através desse proposto foi garantido ao investidor a oportunidade de esclarecimento. Neste sentido, cfr. Carlos Costa Pina, *idem* pp. 271-274; e

Contudo, este entendimento pode ser contrariado, se seguirmos Pedro Pais de Vasconcelos quando afirma que, mesmo não havendo incorreção, deficiência, falseamento ou deficiência no prospeto, nem por isso ele deixa de poder ser incompreensível ou mesmo de suscitar uma confiança indevida. Como poderá ser o caso, de mesmo sendo a informação do prospeto conforme as exigências a que a informação se encontra sujeita, havendo divulgação de mensagens publicitárias, este vê frustrada a exigência e o rigor que envolve o seu regime jurídico. Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, A responsabilidade do banco central pela criação de expectativas infundadas aos investidores, in Revista de Direito comercial, 03/01/2018, pp. 23-25 (disponível em www.revistadedireitocomercial.com).

Neste preciso sentido, o Ac. do TRE, de 11/01/2018, processo n.º 1821/16.8T8STR.E1, relator Tomé de Carvalho (disponível em www.dgsi.pt), entende que só os intermediários financeiros têm a *obrigação de ter a preparação, a capacidade e os conhecimentos necessários e suficientes para compreenderem, eles sim, o conteúdo dos prospectos, não têm desculpa para não entenderem perfeitamente o que lá consta. E são eles que têm o dever de informar os seus clientes e de tornar essa informação acessível aos investidores*. Logo, no regime da informação a prestar pelos intermediários financeiros aos investidores a responsabilidade não é excluída se não for correta e rigorosa legalmente a informação prestada ao investidor/cliente, seja qual tiver sido a forma de comunicação dessa mensagem. Pois, como é mencionado nesse Ac., *o regime do prospeto e da responsabilidade pelo mesmo tem vigência no âmbito global do CVM e demais legislação e regulamentação aplicáveis*.

¹⁵² António Menezes Cordeiro, Da natureza civil do Direito do consumo, ob. cit., pp. 703-704 (675-712).

¹⁵³ A relevância da publicidade em termos jurídico-negociais é desde logo, justificado dentro da lógica da relação de confiança assumida entre as partes da contratação de determinado produto ou serviço. Referirmo-nos à teoria da confiança como preconizada entre nós por Manual A. Carneiro da Frada em Teoria da confiança e responsabilidade civil, Almedina, Coimbra, 2004, pp. 192-215 (sobre a responsabilidade por mensagens publicitárias). Será uma temática à qual adiante dedicaremos a nossa atenção na presente análise, infra ponto 2.2. do capítulo IV.

¹⁵⁴ José Oliveira Ascensão, Publicidade enganosa e comparativa e produtos financeiros, ob. cit., pp. 39-40.

prestar ou fornecer, seguindo um objetivo comum de proteção do investidor/cliente, designadamente do cariz preventivo dos danos provocados ou originados na hipótese de se verificarem eventuais distorções da realidade segundo a qual assenta tomadas de decisão em contratar¹⁵⁵.

Em todo o caso, o conceito de informação em sentido estrito assume uma grande relevância em termos de deveres contratuais, nomeadamente no domínio da proteção do investidor dos produtos financeiros. Impondo-se verdadeiros deveres de informação, desligados de um qualquer cariz promocional e carácter potestativo da publicidade, mas focados em permitir aos respetivos destinatários um nível de conhecimento adequado acerca do objeto a que se referem. Embora, como referido, haja sempre em ambos os conceitos um forte pendor informativo e comunicacional com relevância negocial na formação dos contratos, assente numa tomada de decisão esclarecida de contratar. Algo demonstrado pelo paralelismo comum na aplicação do regime da responsabilidade civil¹⁵⁶.

3.4. Deveres de informação no âmbito da relação com os clientes

Como anteriormente indicado a consagração de um Direito a informação com um *ratio essencial* da proteção do investidor/consumidor, sobretudo devido à existência nos mercados de serviços financeiros de informação imperfeita, dado as instituições financeiras a terem, regra geral, um conhecimento superior em comparação com os seus clientes sobre as características dos produtos, a sua robustez e solvabilidade financeira. Leva, assim, à imposição sobre estas de deveres sobre as condições e pressupostos subjacentes à celebração dos contratos ou prestação dos serviços¹⁵⁷.

Por isso, fora outras mencionadas obrigações de divulgação pública de informação ao mercado em geral e às respetivas entidades de supervisão, impende sobre os prestadores

¹⁵⁵ Cfr., sobre a articulação dos conceitos de publicidade e informação, Carlos Costa Pina, *idem*, pp. 259 ss. Onde se identifica no plano jurídico, três aspetos comuns fundamentais: i) a *definição em termos uniformes do regime material da informação em geral*; ii) a *equiparação entre publicidade e informação no plano da proteção dos direitos dos consumidores*; e iii) a *atribuição e determinadas circunstâncias, de relevo negocial às mensagens publicitárias*.

¹⁵⁶ Cfr., sobre a aproximação dos regimes da informação e da publicidade, Rafael Marimón Durá, Las exigencias de información en la publicidad de productos bancarios, in La protección de los consumidores en tiempo de cambio – Potencias y Comunicaciones del XXX Congreso de la Asociación, Universidad de Cordoba, pp. 335 ss. (*apud* Augusto Paulino, *idem*, pp. 284-285).

¹⁵⁷ Este diferencial de informação será, posteriormente, objeto de um desenvolvimento em volta dos fundamentos e relevância dos deveres de informação. V. *Infra* ponto 1.1, 1.2. e 1.3. do capítulo III.

de serviços financeiros a prestação de informação aos seus clientes. Tratando-se de um dever de conduta imposto pela lei e/ou pela regulação às instituições financeiras na comercialização de produtos e serviços aos seus clientes, nomeadamente no quadro de uma assunção contratual¹⁵⁸.

3.4.1. Deveres de informação resultantes de fonte legal e regulamentar

Relativamente aos deveres impostos pela lei em sentido estrito, encontram-se vários tipos contratuais, respeitante a legítimas e competentes atividades das instituições financeiras¹⁵⁹, sobre as quais incidem deveres de prestação de informação, na linha da obrigação geral de informação disposta genericamente no art. 573.º do CC¹⁶⁰. Assim, seja via aplicação subsidiária do art. 573.º ou de uma fonte especial de deveres de informação, os prestadores de serviços financeiros encontram-se adstritos ao fornecimento de informação sempre que o titular de um direito tenha uma qualquer dúvida fundada acerca da sua existência e do seu conteúdo e, a contraparte esteja em condições de prestar as informações necessárias.

Neste sentido, ao nível da atividade bancária¹⁶¹ impõe-se a regra geral presente no n.º 1 do art. 77.º do RGICSF¹⁶², segundo o qual as instituições financeiras devem informar os seus clientes sobre a *“remuneração que oferecem os fundos recebidos e sobre os preços prestadores e outros encargos suportados por aqueles”*. O aí disposto no n.º 1 ao 5 do art. 77.º aplica-se a qualquer contrato celebrado entre um banco e um cliente, sempre segundo os ditames de diligência dispostos no art. 75.º do RGICSF. Resultando para os bancos o dever de assegurar todos os contactos necessários para a prestação de informação e respetivos esclarecimentos, sobre todas as condições relacionadas com a

¹⁵⁸ Embora como de seguida será enumerado, os deveres de informação tenham materialmente uma fonte legal e/ou regulamentar, a verdade é que invariavelmente a relação entre o restante de serviços financeiros e o cliente assenta na celebração de um determinado contrato. Logo, esses deveres de informação assumem uma dependência ou interligação com a esfera contratual, algo que importa para as consequências jurídicas da sua violação/incumprimento em matéria de responsabilidade civil. Até porque, os deveres de informação decorrem em primeiro lugar de prescrições indeterminadas da boa fé contratual. V. infra ponto 1.4. do capítulo III e ponto 1. do capítulo IV.

¹⁵⁹ Cfr., n.º 1 do art. 4.º do RGICSF, em especial als. h), i), j) e n).

¹⁶⁰ Cfr., também os diferentes diplomas legais supramencionados no ponto 1.3. do capítulo II.

¹⁶¹ Mais uma vez alertamos que no presente estudo o nosso foco recairá sempre no âmbito dos mercados financeiros naquilo que diz respeito à da captação de investimento. Por isso, fica excluído uma qualquer especial referência ao mercado dos contratos de seguro, para além de algumas referências e enquadramentos necessários ao objeto e objetivos deste nosso estudo. Em todo o caso, em matéria de deveres de informação subjacentes aos contratos de seguro há um regime especial disposto na LCS.

¹⁶² Cfr., também, os requisitos presentes no Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013.

realização das operações financeiras e respetiva prestação desses serviços. De modo, a salvaguardar o conhecimento prévio, à decisão de avançar nas negociações para celebração do contrato, do putativo cliente acerca de todos elementos essenciais e encargos associados ao contrato, dependendo do facto de já existirem anteriores relações contratuais e do tipo de contrato e operações em causa no caso concreto¹⁶³.

A par da regra geral da prestação de informações do RGICSF, esta é complementada por outra legislação especial quando aplicáveis ao caso em concreto. Será o exemplo dos arts. 6.º a 10.º e 14.º a 15.º do DL n.º 133/2009 aplicável aos contratos de crédito ao consumo; dos arts. 11.º a 18.º do DL n.º 95/2006 e dos arts. 5.º e 16.º do DL n.º 143/2001 (aplicável por força da remissão o art. 19.º do DL n.º 95/2006) no caso de contratação de serviços financeiros à distância; e, ainda entre outros, do art. 8.º da LDC;¹⁶⁴

No entanto, para além dos deveres de informação aos clientes de fonte legal, o referido poder regulamentar das entidades supervisoras do mercado também impõem determinadas obrigações de informação complementares aos deveres gerais de informação resultantes da lei estrita. No caso do BdP, este através de Avisos estabelece regras de conduta que as instituições financeiras e seus intermediários têm de observar quando atuam nos mercados bancários de retalho¹⁶⁵. É o exemplo do Aviso n.º 9/2017, que regulamenta os deveres de informação a observar pelas instituições no âmbito da prestação de serviços mínimos bancários¹⁶⁶. Ou do Aviso n.º 10/2014 sobre os deveres mínimos de informação aplicáveis aos contratos de crédito ao consumo.

Desta forma, os deveres de informação resultantes da lei em sentido estrito encontram-se dispersos em diversos diplomas legislativos, dependendo a sua aplicabilidade do caso é concreto se a situação em causa se relaciona com determinada legislação especial a contar com as obrigações gerais de informar. Em todo o caso, importa reter a ideia que cada vez

¹⁶³ Cfr. Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, Informação bancária e responsabilidade in Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, vol. III., Almedina, Coimbra, 2002, p. 106 (pp. 224-244).

¹⁶⁴ Cfr., outros preceitos legislativos específicos de Direito bancário em António Menezes Cordeiro, Direito bancário, ob. cit., p. 411-412. Para um desenvolvimento dos deveres de informação consagrados em alguma dessa citada legislação especial, v. Eva Sónia Moreira da Silva, Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 147 ss.

¹⁶⁵ Cfr., arts. 17.º da LOBdP e 73.º ss. do RGICSF. Supra 3.1. do capítulo II.

¹⁶⁶ O Aviso 9/2017 surge na sequência das alterações introduzidas ao regime dos serviços mínimos bancários pelo Decreto-Lei n.º 107/2017, de 30 de agosto, algumas das quais decorrem da transposição para o ordenamento jurídico nacional da Diretiva n.º 2014/92/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014. Cfr. <https://www.bportugal.pt/comunicado/banco-de-portugal-regulamenta-os-deveres-de-informacao-observar-pelas-instituicoes-de>.

mais o Direito da UE tem determinado a evolução da legislação e da doutrina no Direito bancário, em todos os Estados-membros¹⁶⁷. Por isso, os próprios Avisos emitidos pelo BdP, no âmbito do seu poder de supervisão, assumem muitas vezes uma natureza de norma secundária/concretizadora do BCE¹⁶⁸.

3.4.2. Deveres de informação resultantes da atividade de intermediação financeira¹⁶⁹

Para além dos diplomas legais que estabelecem deveres de informação complementares aos deveres gerais, também o CVM contém diversas disposições relativas à prestação de informações, aplicáveis quando o banco intervém como um intermediário financeiro na negociação/comercialização de produtos e serviços financeiros¹⁷⁰. Assim, como neste âmbito também a CMVM tem um poder regulamentar em matéria de deveres de informação, conforme o disposto nos arts. 155.º ss. do CVM¹⁷¹.

Em todo o caso, o CVM assume aliás uma enorme relevância e base aos regimes jurídicos do Direito dos valores mobiliários. No presente estudo, é sobretudo relevante o disposto em matéria da atividade de intermediação financeira, uma vez que a intervenção dos intermediários financeiros é absolutamente essencial ao nível da captação de investimento¹⁷², no âmbito dos serviços de investimento e/ou serviços auxiliares, como nas situações de transmissão, receção e execução de ordens, na gestão e carteiras, na consultoria para o investimento, na assistência ou até de contratos de recolha de intenções de investimento¹⁷³.

¹⁶⁷ Como refere Paulo Câmara (em Supervisão bancária: recentes e próximos desenvolvimentos, in I Congresso de Direito bancário, Almedina, Coimbra, 2015, p. 297), “*a crescente harmonização legislativa bancária diminui o espaço regulador das autoridades de supervisão nacionais*”. A DMIF I e II é o exemplo paradigmático desta problemática, infra ponto 4.2. do capítulo III.

¹⁶⁸ Neste sentido, o art. 92.º do RGICSF atribui competências ao BdP enquanto Banco central no âmbito da supervisão prudencial, numa lógica de ‘sucursal’ em Portugal do BCE. Cfr. António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 112 ss.

¹⁶⁹ Neste ponto limitamo-nos a seguir o disposto na versão atualmente vigente do CVM, sem refrear as alterações impostas pela recente DMIF II, uma que na presente data de elaboração deste estudo ainda não foi concluída a sua transposição para o ordenamento português. Em todo o caso, as alterações impostas pelo Direito da UE em matéria de deveres de informação e das regras de conduta em geral dos intermediários financeiros será adiante objeto da nossa análise, infra ponto 4.2.1. do capítulo III.

¹⁷⁰ Tendo, em conta o objeto do presente estudo não serão abordados todos os deveres previstos no CVM, mas apenas aqueles que incidam sobre a relação do intermediário financeiro e o cliente. Cfr., sobre o regime da informação do CVM para cada um dos diferentes sujeitos passivos do dever de informar (emitentes, intermediários financeiros entidades gestoras dos mercados e sistemas e as autoridades de supervisão), Sofia Nascimento Rodrigues, A proteção dos investidores em valores mobiliários, ob. cit., pp. 38-51.

¹⁷¹ Infra ponto 2.3. do capítulo III.

¹⁷² Infra ponto 3.2. e 3.6. Do capítulo III.

¹⁷³ Não vamos dedicar o nosso tempo a analisar cada um deste tipo de contratos de intermediação financeira, não os vamos ignorar, mas apenas serão sempre referidos em conjugação com o seu papel adjacente à

No quadro do CVM, são previstos, nos arts. 312.º ss. e 323.º ss., especiais deveres de informação para os intermediários financeiros, devendo em ambos os casos a informação ser prestada conforme os requisitos dispostos no art. 7.º do mesmo diploma. Mas, enquanto no primeiro conjunto de artigos apenas são dispostos deveres em termos gerais para a relação com os seus clientes, já nos segundos são individualizados deveres tendo em consideração a estrutura da intermediária financeira com a relação jurídica e o tipo de contrato em concreto. Ou seja, são formulados deveres a ser atendidos ou exigidos conforme a situação em específico seja tendente à execução de ordens (art. 323.º), na execução da gestão de carteiras (art. 323.º-A a 323.º-C), relativa à subscrição de obrigações (art. 323.º-D sobre na execução de ordens de subscrição e arts. 134.º ss. sobre a obrigação de divulgação de prospeto sobre oferta pública) ou na assistência à oferta (n.º 3 do art. 337.º). E, igualmente, devem todos contratos de intermediação celebrados com investidores qualificados conter os elementos identificativos e informativos conforme os termos do art. 321.º-A.

Mas, fora as especificidades próprias de cada tipo de relação de intermediação, os intermediários financeiros encontram-se sujeitos a deveres gerais de conduta com relevância e incidência em matéria de informação dos clientes: o dever de informação (arts. 312.º a 313 do CVM); dever de adequação (arts. 314.º a 314.º-D do CVM); dever de segredo (remissão do art. 304.º do CVM para os arts. 78.º e 79.º do RGICSF); dever de registo e de conservação de documentos (arts. 307.º e 307.º-a do CVM); dever de segregação patrimonial (n.º 1 do art. 306.º do CVM relativa à sua distinção no registo contabilístico);¹⁷⁴

Relativamente aos deveres de informação em sentido estrito, de acordo com o art. 312.º, o intermediário financeiro, no desempenho de quaisquer serviços solicitados ou oferecidos, deve prestar ao investidor/cliente toda a informação considera necessária para permitir a formação da melhor e mais racional e esclarecida tomada de decisão por parte deste, nomeadamente relativa aos elementos dispostos no rígido n.º 1 do art. 312.º. Com a ressalva no n.º 2 do art. 312.º de a maior profundidade e extensão do conteúdo a prestar depender inversamente do nível à partida de menor conhecimento e experiência dos

prestação de informação adjacente à relação jurídica estabelecida para com o cliente na captação de investimento. Cfr., para um maior desenvolvimento dos tipos contratuais, J. Engrácia Antunes, Os contratos de intermediação financeira, BFDUC, Vol. 85, Coimbra, 2009, pp. 277-319.

¹⁷⁴ V. A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 303 ss.

próprios clientes, devendo-se atender à sua classificação como investidor qualificado ou não qualificado. Daí que, nos termos da al. c) do n.º 1 do art. 312.º-A a prestação de informação aos investidores não qualificados deve ser realizada de modo a permitir a melhor compreensão destes. Assim, como deve também ser respeitadas as obrigações de não dar ênfase a quaisquer benefícios potenciais de uma atividade de intermediação ou de um instrumento financeiro. E, igualmente, de dar uma indicação correta e clara de quaisquer riscos relevantes (al. b) do n.º 1 do art. 312.º-A) e não se ocultar ou subestimar quaisquer elementos, declarações ou avisos importantes (al. d) do n.º 1 do art. 312.º-A).

A concretização destes deveres é realizada nos preceitos dos arts. 312.º-E a 312.º-G do CVM, no qual se dispõe os elementos mínimos que devem constar na informação sobre, respetivamente, a natureza e dos riscos dos instrumentos financeiros, a proteção do património do cliente e os custos associados à prestação dos serviços. Sempre explicitando e descrevendo cada um dos elementos indicados nesses preceitos, com um grau suficiente de pormenorização, atendendo à natureza e aos riscos do tipo de instrumento financeiro em causa e devendo incluir cada um dos elementos indicados no art. 312.º-C, sempre dentro do limite temporal do art. 312.º-B (segundo o qual deve a informação ser prestada com a antecedência suficiente à vinculação de qualquer contrato ou da prestação do serviço)¹⁷⁵.

Mas, dentro da lógica traçada no n.º 2 do art. 32.º, o cumprimento pelo intermediário financeiro desse preceito deve ser conjugado ou ir de encontro ao disposto nos arts. 314.º a 314.º-D. Ou seja, depende o cabal cumprimento ou satisfação deste dever, do intermediário financeiro solicitar ao cliente a informação acerca dos seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento, de modo a lhe ser possível avaliar qual o grau de conhecimento e experiência de um determinado o cliente¹⁷⁶. Trata-se do cumprimento do dever de adequação, determinante para que o intermediário financeiro traçando um

¹⁷⁵ V. Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda Barbosa, *Direito civil e sistema financeiro*, Principia, Cascais, 2016, p. 114-116.

¹⁷⁶ A este propósito entramos também no campo das informações do cliente, sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a sua situação financeira e os objetivos de investimento. Conforme, é aliás disposto no n.º 3 do art. 314.º e é mencionado no art. 317.º sobre a obrigação de estabelecimento, por escrito, de uma política interna que permita ao intermediário financeiro, a todo o tempo, conhecer a natureza de cada cliente, como investidor não qualificado, qualificado ou contraparte elegível, e adotar os procedimentos necessários à concretização da mesma. Sobre estas informações do cliente prevalece, ainda que não em termos absolutos, um dever de segredo presente na remissão do art. 304.º do CVM para os arts. 78.º e 79.º do RGICSF. V. António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, pp. 416-417.

perfil do seu cliente, seja capaz de distinguir quais são os investimentos ou serviços adequados aos interesses, expectativas e capacidades deste e, assim, efetivamente atue segundo os seus interesses e se obriga a não colocar os interesses próprios ou os interesses de terceiros à frente do perfil de determinado cliente seu.¹⁷⁷.

Há, ainda, que salientar a propósito dos deveres de informação, a obrigação de elaboração e/ou divulgação do prospeto, nos termos do n.º 1 do art. 134.º do CVM. Segundo o qual, no caso de realização de uma qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários esta tem de ser obrigatoriamente acompanhada pela divulgação de um prospeto, no qual deve constar de um modo completo, verdadeiro, atual, claro, objetivo e lícito, a informação que permita aos destinatários (putativos interessados em investir) formar juízos fundados sobre essa oferta. Especialmente, sobre os valores mobiliários que dela são objeto, os direitos que lhe são inerentes, as suas características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante¹⁷⁸.

Porém, em matéria de prospectos financeiros, os intermediários financeiros apenas são responsáveis pelo seu conteúdo, caso tenham sido encarregados da assistência à oferta, conforme o disposto na al. g) do n.º do art. 149.º do CVM. O intermediário financeiro é responsável se para além de prestar informação e aconselhar um determinado investidor/cliente, também intervém como auxiliar do emitente do empréstimo obrigacionista na prestação da informação devida ao público em geral, nos termos do art. 337.º do CVM. Ou, ainda, na hipótese do banco que intervém como intermediário financeiro na captação de investimento, comercializa a subscrição de obrigações que ele próprio é o emitente, ora neste caso o banco, enquanto emitente é responsável pelos danos causados pela desconformidade do conteúdo do prospeto exigido segundo o disposto no art. 135.º (v. al. a) do n.º 1 do art. 149.º).¹⁷⁹

¹⁷⁷ Cfr., em especial, o arts. 314.º-A e 314.º-B, respetivamente, sobre conteúdo da informação necessária recolher em termos gerais ou em especial no âmbito da prestação dos serviços de gestão de carteiras ou de consultoria para investimento. V. A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos valores mobiliários, pp. 303-304. E para um enquadramento sistemático do dever de adequação conforme o interesse dos clientes como tendo um papel nuclear na construção do regime jurídico da intermediação financeira, cfr. do mesmo autor, Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II, 2018 (inérito), disponível em <http://blook.pt/publications/publication/2f2ff52a56cd/>.

¹⁷⁸ Cfr., o imposto no art. 135.º do CVM e o concretizado nos arts. 135.º-A ss. do mesmo diploma.

¹⁷⁹ Cfr., sobre esta última hipótese, Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda Barbosa, Direito civil e sistema financeiro, ob. cit., pp.113-114 (em especial nota 170).

Desta feita, deste elenco de deveres informativos (em conjugação com o dever de adequação) dos intermediários financeiros, há a reter a ideia de que estes se inscrevem na lógica da tutela do investidor, no sentido do ditame *know your client*¹⁸⁰. Variando a densidade do cumprimento destes conforme o tipo contratual, o risco associado a esse tipo e o perfil do investidor, só sendo verificado o seu cumprimento se provado que o intermediário financeiro forneceu o acervo de informações sobre um produto financeiro, que ia ao encontro dos interesses do perfil corretamente recolhido de certo investidor¹⁸¹.

Sendo, esta a grande particularidade do escopo de deveres de informação dos intermediários financeiros, sintetizado na obrigação de atuar no melhor interesse do cliente como apresentado no art. 304.º do CVM e concretizado positivamente no suprarreferido dever de aconselhar e/ou recomendar os investimentos que melhor se adequam ao cliente em concreto. Uma clara manifestação do dever de lealdade¹⁸², concretizado também de modo negativo nos diversos vários deveres relativos a conflitos de interesses e na proibição de obtenção de benefícios ilegítimos¹⁸³.

3.4.3. Deveres de informação resultante da contratação por cláusulas contratuais gerais

Para além, da legislação especialmente prevista e aplicável às relações jurídicas atinentes à prestação de serviços financeiros, designadamente de serviços associados a operações de investimento, uma das mais importantes fontes de deveres de informação são as cláusulas contratuais gerais.

Pois, como já mencionado, há ainda a circunstância de a negociação dos mercados financeiros corresponder, invariavelmente, na adesão a um determinado clausulado standardizado, previamente apresentado pela instituição financeira ao seu cliente. Perante este modo massificado de formação dos contratos, com recurso a cláusulas

¹⁸⁰ Paulo Câmara, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 308 ss.

¹⁸¹ V., exemplificativamente, Ac. do TRL, de 04/12/2012, processo n.º 364/11.0TVLSB.L1-7, relator Ana Resende, disponível em www.dgsi.pt.

¹⁸² Este referido dever de lealdade, embora alvo de uma concretização no CVM, estaria sempre presente na lógica do dever de atuar diligentemente com cuidado, disposto em termos reais no art. 227.º e n.º 2 do art. 762.º do CC. Cfr., sobre a classificação e caracterização dos deveres de informação como correspondendo ao escopo dos deveres de lealdade, A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 295 ss.; e Do trust no Direito civil, Almedina, Coimbra, 2014, 519 ss.; Todavia, a natureza, alcance e conteúdo dos deveres de informação como uma manifestação do dever de lealdade será objeto adiante da nossa análise, infra ponto 1.4. do capítulo III e ponto 2.2. do capítulo IV.

¹⁸³ Cfr., respetivamente, art. 304.º, n.º 3 do art. 309.º ou art. 347.º e n.º 1 do art. 313.º, ambos do CVM.

contratuais pré-elaboradas e propostas pelas instituições financeiras, somos levados a pressupor pela ausência de uma previa negociação individual, limitando-se o cliente financeiro, o putativo investidor, a um ato de mera subscrição daquilo que lhe é proposto.

Ou seja, podemos equacionar se será correto classificar os contratos assim celebrados como um contrato de adesão, seguindo o entendimento regra geral assumido pela doutrina¹⁸⁴ e jurisprudência¹⁸⁵, que se trata de um contrato em que uma das partes estabelece unilateralmente o conteúdo das cláusulas contratuais e a outra parte se limita a aceitar ou a recusar aderir ao modelo contratual proposto. Havendo uma mera apresentação ou oferta ao público de um determinado contrato, estipulando previamente às suas cláusulas contratuais gerais, não existindo verdadeira liberdade negocial e de estipulação da parte do seu destinatário, que apenas aceita ou recusa em bloco a proposta contratual padronizada unilateralmente pelo segurador ou seguradora.

Porém, temos algumas hesitações em concordar de forma total e sem reservas com este tipo de classificação sobre a generalidade dos contratos celebrados no âmbito dos mercados financeiros¹⁸⁶. Isto porque, sendo certo que, os mercados financeiros se encontram contratualmente massificados e, por isso regulados pelo regime das cláusulas contratuais gerais, não basta essa circunstância para implicar que se tenha de obedecer indiscriminadamente ao processo de contratação por adesão. Uma vez que é possível, distinguir a figura dos contratos de adesão daqueles contratos onde há um recurso ou utilização de cláusulas contratuais gerais, na medida em que, os primeiros nem sempre se centram num processo de formação do vínculo contratual baseado na ausência de uma

¹⁸⁴ V. João Antunes Varela, Das obrigações em geral, vol. I, ob. cit., pp. 252-253; José Engrácia Antunes, Direito dos Contratos Comerciais, ob. cit., p. 686; Inocêncio Galvão Telles, Direito das Obrigações, ob. cit., p. 75.

¹⁸⁵ Cfr., o Ac. do STJ, de 17-02-2011, processo n.º 1458/056.7TBVFR-A.P.S1, relator Távora Victor, no qual o contrato de seguro como *“aquele em que uma das partes, normalmente uma empresa de apreciável dimensão formula unilateralmente as cláusulas negociadas e a outra parte aceita essas condições mediante a adesão ao modelo ou impresso que lhes é apresentado, não sendo possível modificar o ordenamento negocial apresentado”*. Neste sentido, versa o Ac. do STJ, de 17, 05/2007, Relator Oliveira Rocha (*apud* Victor Macedo dos Santos, Os deveres de comunicação e de informação na contratação com base em cláusulas contratuais gerais, in Revista O Direito, Ano 148º, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2016, p. 956 (nota 5): *“As cláusulas do “contrato de utilização” – contrato pré-elaborado e que apresenta todas as características d contrato e adesão – são unilateralmente impostas pelo banco , que é, em regra o contraente mais forte, reduzindo-se a liberdade contratual do titular do cartão á decisão de aderir ou não ao contrato”*. V., igualmente, o Ac. do STJ, de 02/12/2013, processo nº 306/10.0TCGMR.G1.S1, relator Maria Clara Sottomayor, disponível também como os anteriores em www.dgsi.pt.

¹⁸⁶ Seguindo ou partilhando neste aspeto do pensamento contrário à classificação do contrato de seguro como um contrato de adesão. Cfr. Luís Poças, O Dever de declaração inicial de do risco no contrato de seguro, Almedina, Coimbra, 2013, p. 72 e Joaquim de Sousa Ribeiro, Cláusulas contratuais gerais e o paradigma do contrato, in BFDUC, vol. 35, 1990, pp. 134-136;

fase negociatória, na imposição unilateral do conteúdo contratual, na desigualdade de poder negocial entre as partes e mera adesão ou não a um conjunto de cláusulas já pré-determinadas, mas que nem sempre correspondem necessariamente ao escopo das cláusulas contratuais gerais.

Devemos distinguir entre os contratos de adesão, correspondentes a uma noção mais ampla e integradora de todo e qualquer escopo contratual de conteúdo *pré-disposto, unilateral e rígido*¹⁸⁷, podendo englobar ou não uma característica de generalidade. E em sentido diferente, os contratos regulados por cláusulas contratuais gerais que não abrangem os casos de contratos individualizados (subscritos ou aceites por destinatários determinados), mas se dirigem a uma contratação com sujeitos indeterminados, potencialmente vinculados, como proponentes ou aceitantes. Não resultando necessariamente o recurso a cláusulas contratuais gerais numa situação de ausência de negociação, pois tais cláusulas predeterminadas e gerais podem corresponder a apenas a uma parte do aspeto contratual em concreto¹⁸⁸.

Se analisarmos a realidade contratual ao nível dos mercados financeiros, constatamos que acaba sempre por haver ainda que de forma limitada, um caminho de liberdade de negociação e de estipulação no âmbito da conclusão do contrato. Pois mesmo que a formação de contratos seja feita através da apresentação por parte, em regra, de um intermediário financeiro de um modelo contratual (*master agreement*), criado muitas vezes por entidades associativas, com o fim de garantir uma maior harmonização relativamente ao conteúdo em regra associado a cada tipo de contratos.

Em todo o caso, mesmo perante uma formação contratual assente em modelos padronizados, há sempre lugar a uma negociação segundo a conveniência das partes envolvidas. Não podemos ignorar o facto de a generalidade dos contratos celebrados com o cliente médio das instituições financeiras corresponderem a produtos ou serviços financeiros vendidos no mercado de balcão (OTC), e, assim, não deixa de se ter sempre

¹⁸⁷ António Pinto Monteiro, O novo regime dos contratos de adesão/cláusulas contratuais gerais, in ROA, Ano 62, vol. I, janeiro de 2002, pp. 111-142.

¹⁸⁸ Luís Poças (*idem, ibidem*), citando Joaquim de Sousa Ribeiro e Carlos Ferreira de Almeida, sublinha a possibilidade das chamadas condições gerais contratuais (cláusulas contratuais gerais) só corresponderem a uma parte da disciplina contratual, sendo todo o resto *objeto de negociação e estipulação individualizada entre as partes*.

presente a possibilidade, dada a relação direta entre as partes, de adaptação do modelo contratual à situação em concreto.

Deste modo, não é de todo correto classificar indiscriminadamente estes contratos de como um contrato de adesão, dado ser perceptível que a formação destes contratos passa por uma aquisição progressiva até à sua definitiva conclusão. Dependendo a vontade contratual de ambas as partes dos acordos provisórios e ainda parciais sobre os aspetos do conteúdo do putativo contrato. Isto significa que, os contratos celebrados no âmbito de operações financeiras-bancárias embora sejam, regra geral, numa grande parte enquadrados pelas cláusulas contratuais gerais, não assumem por completo as características para serem classificados como um típico contrato de adesão¹⁸⁹.

Em qualquer caso, o contrato até pode ser aberto à negociação, mas tal abertura não é total, havendo sempre uma parte do escopo contratual que não é do domínio efetivo da participação do cliente bancário. Daí para que, essas cláusulas pré-estabelecidas, com vista à celebração do contrato, se devam considerar parte integrante do contrato, é sempre necessária a sua respetiva aceitação pela outra parte, a qual só ocorre efetivamente se tiver havido um verdadeiro conhecimento das componentes da proposta negocial.

Caso contrário, não podemos falar de uma livre, consciente e correta formação de vontade, isenta dos vícios a que se alude nos arts. 246.º, 247.º e 251.º do CC¹⁹⁰. Assumindo, assim, os deveres pré-contratuais de informação legalmente impostos à instituição financeira e/ou intermediário financeiro um peso importante na formação da vontade da contraparte.

De qualquer modo, há sempre um normal recurso a cláusulas contratuais gerais, por isso, em matéria de deveres de comunicação e informação importa atender aos deveres previstos na LCCG. Aplicando-se, complementarmente, a LCCG que prevê especiais deveres de comunicação (art. 5.º) e informação (art. 6.º) para quem recorre a este tipo de contratação. Todavia, como adiante verificaremos estes deveres não são mais que

¹⁸⁹ Luís Poças, *idem, ibidem*.

¹⁹⁰ Defende a doutrina francesa, no domínio das cláusulas contratuais gerais, o alargamento pela jurisprudência das causas de anulabilidade por vícios da vontade. Cfr. Jacques Ghestin, "Les Contrats d'Adhésion et les Clauses Abusives en Droit Français et Européens", in *La Protection de la Partie Faible dans les Rapports Contractuels, Comparaisons Franco-Belges*, LGDJ, Paris, 1996, p. 21, *apud*, Acórdão do STJ, de 02/12/2013, processo nº 306/10.0TCGMR.G1.S1, relator Maria Clara Sottomayor.

manifestações de natureza do princípio da boa fé contratual¹⁹¹, tratando-se a disposição destes deveres de uma opção legislativa no sentido de clarificar a extensão dos limites e modo de cumprimento dos deveres de proteção do contratante mais débil¹⁹².

Neste sentido, o dever de comunicação especialmente previsto na LCCG pretende tomar imperativo a realização de uma *comunicação integral, adequada e com a antecedência necessária razoável*¹⁹³, de modo a possibilitar um efetivo e completo conhecimento para o outro contratante, no nosso caso o investidor. Assim, deve o prestador de serviços financeiros adequar a sua conduta na transmissão não displicente ou superficial das informações sobre todas as condições negociais em causa, para que a sua contraparte tenha a oportunidade de conhecer efetivamente o conteúdo de cada uma das cláusulas.

O cumprimento deste dever de comunicação deve respeitar os requisitos da integridade, adequação e oportunidade, conforme o disposto no n.º. 1 a 3 do art. 5.º da LCCG. Para tal, a comunicação em primeiro lugar deve recair sobre todos os factos e dados de maneira total e completa, não podendo existir por parte do predisponente apenas uma transmissão de uma parte do clausulado, ignorando uma parte do contrato, caso contrário o cliente/investidor correrá o risco de contratar desconhecendo de modo completo o objeto contratual. Por isso, a comunicação deve, sempre e em qualquer circunstância, ser realizada de um modo *adequado, efetivo, integral e com a antecedência necessária ao conhecimento da contraparte, atendendo à importância do contrato e à extensão e complexidade das cláusulas em concreto*¹⁹⁴.

Já o dever de informação previsto na LCCG acaba por vir no seguimento do dever de comunicação, embora a distinção de comunicação e informação seja sempre difícil de traçar em concreto, podendo-se falar uma constante subsidiariedade mútua entre ambos os deveres de garantia à finalidade comum de proteção do aderente da proposta contratual imposta pela contraparte¹⁹⁵. Mas, atendo ao disposto no art. 6.º admite-se que o pretendido

¹⁹¹ António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito civil português, vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, p. 621.

¹⁹² Infra ponto 1. do capítulo III.

¹⁹³ Conforme palavras em Carlos Ferreira de Almeida, Contrato I, 6.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, p. 185.

¹⁹⁴ Trata-se de requisitos legais de eficácia da própria declaração negocial de aceitação do aderente pela conclusão (ou não) do contrato. Todavia, tratando-se de conceitos indeterminados são carecidos de interpretação e aplicação consoante um caso em concreto. Cfr., sobre o conceito de cada um destes requisitos, Victor Macedo dos Santos, Os deveres de comunicação e de informação na contratação com base em cláusulas contratuais gerais, ob. cit., pp. 986-997

¹⁹⁵ Cfr., sobre a distinção de comunicação e informação, supra 2.1. do capítulo II.

é a par do classificado dever de comunicação impor um dever de esclarecimento das informações comunicadas nos termos do art. 5.º, garantindo por esta via a efetiva possibilidade da formação livre e consciente da vontade de contratar do aderente.

Quer isto, significar que o cumprimento do dever de comunicação de todos os factos e dados informativos das cláusulas contratuais em causa, deve ser acompanhado também pelo igual respeito no cumprimento do dever de informação na aclaração e esclarecimento de todos os aspetos considerados relevantes e necessários para se evitar qualquer obstáculo cognitivo e informativo que, ainda possa subsistir à conclusão do contrato. Para tal, de acordo com o art. 6.º da LCCG é imposta no seu n.º 1 um dever de aclaração por iniciativa própria do responsável pela contratação por *ccg*, seguido pela consagração no seu n.º 2 de um dever de esclarecimento das dúvidas expostas pelo aderente, em ambas as hipóteses se aplicam os requisitos de eficácia referidos a propósito do dever de comunicação¹⁹⁶.

No âmbito desta referida disciplina dos deveres de comunicação e de informação impostos na LCCG, importa também referir a temática das chamadas cláusulas-surpresa, isto é de cláusulas que até podem ser aparentemente válida e legitimamente inseridas no contrato, mas que pela sua *obscuridade, má redação, carácter dúbio, difícil visualização, não habitualidade do uso*, surpreendem o aderente após a conclusão do contrato, não se conjugam com os fins e interesses lhes subjacente, pois tornam o contrato mais oneroso e menos rentável em relação ao previsto¹⁹⁷.

Pois, em conexão com o conteúdo destes deveres previsto nos arts. 5.º e 6.º da LDC, a al. a) do n.º 2 do art. 9.º da LDC consagra a obrigação de redação das cláusulas contratuais gerais de um modo claro, preciso e facilmente legíveis. Ora, aos requisitos da LCCG a respeitar na prestação de informação deverá também se atender coadunar a um comportamento transparente para com a contraparte, algo igualmente consagrado nas als. c) e d) do art. 8.º da própria LCCG. Assim, devem ser consideradas não escritas e excluídas do contrato singular as cláusulas que passem despercebidas a um normal contratante por força do *contexto em que surjam, pela epígrafe que as precede ou pela*

¹⁹⁶ Victor Macedo dos Santos, *idem*, pp. 997-1003.

¹⁹⁷ Victor Macedo dos Santos, *idem*, pp. 1003-1004; João Calvão da Silva, Banca, bolsa e seguros, ob. cit., pp. 253 ss.; António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito civil português, vol. I, ob. cit., pp. 623 ss.;

sua apresentação gráfica (al. c) do art. 8.º), ou, então, as *cláusulas inseridas em formulários, depois da assinatura de algum dos contratantes* (al. d) do art. 8.º)¹⁹⁸.

Por fim, relativamente a este ponto, seguindo a lógica exposta nos parágrafos anteriores, surge a questão de saber quando esses deveres de informação terminam. Seguindo a normal lógica contratual se dirá que terminam no ponto em que uma parte não tem mais de se preocupar com os interesses da outra, ou seja, sempre que as matérias digam respeito às circunstâncias que caíam inequivocamente na sua esfera de risco¹⁹⁹.

Mais precisamente, o que está excluído do dever de informação, implícito na regra de atuação de acordo com a boa fé do art. 227.º do CC., é a obrigação de dar a conhecer elementos ou circunstâncias a que qualquer pessoa tem acesso, desde que, atue com a diligência de um homem médio²⁰⁰. Porém, a obrigação de informar sempre existirá relativamente à informação de que uma parte dispõe e corresponde a um dado ou facto fundamental ou essencial para a esclarecida e racional formação da vontade negocial da outra parte que age por sua exclusiva iniciativa individual, não podendo esta lhe aceder diretamente²⁰¹.

No caso dos contratos de serviços financeiros, dada a natureza e circunstâncias normais da sua contratação, há a dúvida, pelo facto do investidor/cliente não interferir ou participar na negociação e estipulação de certas cláusulas contratuais gerais, de se no âmbito desta, para uma melhor proteção da parte dita mais fraca e esclarecida formação da sua vontade contratual, não se constitui uma relação jurídica em que, a parte dita mais forte, com mais informações sobre determinados aspetos, se encontram adstritas ou vinculadas a um dever ou obrigação de consideração dos interesses e expectativas legítimos da sua contraparte²⁰².

¹⁹⁸ Cfr., a seguinte jurisprudência onde foram as cláusulas contratuais gerais declaradas nulas em contratos de adesão nos termos do art. 8.º: Ac. do TRL, de 14/09/2017, processo n.º 9065/15.0T8LSB-2, relator Pedro Martins; Ac. do STJ, de 04/05/2017, processo n.º 1961/13.5TVLSB.L1.S1, relator Lopes Rego; Ac. do TRL, de 28/04/2018, processo n.º 928/13.8TJLSB.L1-7, relator Maria Amélia Ribeiro;

¹⁹⁹ Jorge Sinde Monteiro Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações, Almedina, Coimbra, 1989, p. 363.

²⁰⁰ Cfr., o já referido a propósito do ónus da autoinformação, supra 2.1. do capítulo II.

²⁰¹ V. Ac. do STJ, de 11/01/2007, processo n.º 06B4223, relator Custódio Montes, disponível em www.dgsi.pt.

²⁰² Pois, como enunciado no supra 3.1. ponto do capítulo II, o facto de aquele que assume a posição contratual de prestador de serviços financeiros corresponder a uma empresa que exerce tais funções financeiras de modo profissional, como actividade económica, implica a celebração reiterada e em massa, desses tipos negociais, acabando por beneficiar de toda essa experiência prática registada e reúne um conjunto de pressupostos cognitivos, técnicos e jurídicos que, lhe facilitam o tratamento uniforme das

Todavia, importa, ainda, referir a propósito da LCCG, a relevância para proteção da vontade esclarecida e do resultado desejado pelo aderente do disposto no art. 18.º ao 22.º, onde são listadas uma série de cláusulas contratuais proibidas em determinadas circunstâncias²⁰³. Às quais se aplica o princípio geral da nulidade (art. 12.º da LCCG), mas adaptado à realidade das *ccg*, com um regime próprio previsto no n.º 1 e 2 do art. 13.º, art. 14.º, de redução do negócio jurídico. Havendo, ainda, nos termos dos arts. 25.º e 26.º a possibilidade de recurso à ação inibitória, no caso de se tratar de uma relação jurídica com um consumidor²⁰⁴.

eventuais vicissitudes contratuais. Podendo, assim, planejar previa e cuidadosamente, com o apoio de especialistas, se for caso disso, um quadro regulador dos negócios a celebrar, perfeitamente ajustado aos seus interesses, como tarefa instrumental à sua atividade, integrável, com naturalidade, nas suas estruturas e custos de produção. Enquanto do outro lado podemos ter uma contraparte muita vez incapacitada de lidar e racionalizar a com a complexidade de aspetos inerente à contratação, podendo dada a ausência (ainda que parcial) de negociação formar uma vontade em cobrar, que no fim de contas não se verifica ser a mais esclarecida e reacionário, caso tivesse sido efetivamente percebido aquilo que contratará. Cfr. Joaquim de Sousa Ribeiro, O problema do contrato: As cláusulas contratuais gerais e o princípio da liberdade contratual, Almedina, Coimbra, 2003, p. 344.

²⁰³Cfr., em especial as regras legais específicas das relações oriundas dos mercados financeiros, presentes no n.º 2, nas als. c) e d) do n.º 3 e no n.º 4 do art. 22.º, relativas às relações com consumidores finais.

²⁰⁴ Cfr. António Menezes Cordeiro, Direito bancário, pp. 518-538; João Calvão da Silva, *idem*, pp. 261 ss.;

III – USO DE INFORMAÇÃO NA CAPTAÇÃO DE INVESTIMENTO

1. Relevância da informação nos Mercados Financeiros

Tendo, em conta aquilo que foi referido introdutoriamente relativamente ao quadro normativo e programático que, recai sobre os profissionais dos mercados financeiros, nomeadamente no âmbito da tutela do investidor/consumidor, iremos de seguida revelar quais são os fundamentos assentes na suprarreferida necessidade de imposição de especiais regras de condutas no desempenho de atividades financeiras da banca, bolsa e seguros, especialmente de específicos deveres de informação.

Salientando-se, para o efeito, a natureza socioeconómica que envolve os contratos subjacentes às relações de índole financeira e consequentemente a relevância e papel da informação no âmbito dos mercados financeiros, como fundamento para a imposição dos deveres de prestação de informação seja ao cliente/investidor ou ao próprio mercado em geral.

1.1. Fundamentos do Dever de Informação na prestação de serviços financeiros

A informação é um elemento essencial em qualquer processo de decisão, pois é aquilo que permite ao agente numa qualquer relação contratual seleccionar o produto ou serviço mais idóneo para o fim que se visa atingir ou prosseguir²⁰⁵. E no caso particular dos mercados financeiros tem assumido um papel cada vez mais determinante, dado a cada vez maior complexidade dos instrumentos e produtos financeiros à escolha do cliente/investidor que, torna o processo de decisão igualmente mais complexo e variável.

²⁰⁵ A informação, quando dispersa ou difundida, tem um estatuto de bem público, apresentando como características: a não-rivalidade (*nonrivalrous consumption*) e a não-exclusividade (*nonexcludability*). Isto é, o seu consumo não exige concorrência entre os agentes, pelo facto do seu uso não diminuir posteriormente a sua utilidade e de uma pessoa ao a consumir não retirar a possibilidade de consumo concomitante de outrem. Podemos apontar como aspetos relacionados com estas características, o facto da sua utilização ser indivisível, na medida em que, o seu gozo não diminui a intensidade subjetiva do seu uso, a sua utilização não poder ser excluída pelo seu produtor e o seu consumo não poder ser rejeitado pelo seu consumidor. A ideia da informação como bem público, entende-se, a partir da ideia, de esta não ser de todo apropriável, pois um sujeito ao transmitir determinado conteúdo informativo não perde esse mesmo conteúdo e, também ao se consumir esse conteúdo não se retira a possibilidade de um posterior consumo por outrem. Porém, temos ainda, de ter claro que, embora, a transmissão da informação seja à partida tarefa com um grau de dificuldade reduzido, já a sua produção tem custos associados, o que por sua vez torna difícil a sua apropriação. Dado, ser muito oneroso ou até impossível o produtor da informação (aquele que acarreta o custo da sua elaboração e até da sua disseminação) impedir ou excluir a utilização a quem não paga este bem ou serviço. Cfr. J. Arroz Kenneth, *Information and economic behaviour*, in *The Economics of Information*, vol. 4, Harvard University Press, 1984, p. 142, *apud*, Fernando Araújo, *Introdução à Economia*, 3ª Edição, Almedina, 2005, p. 417.

Necessitando os investidores nos mercados financeiros de informação, para que, lhes seja possível tomar de forma esclarecida e fundamentada as suas decisões de investimento/desinvestimento ou até de manutenção do *status quo*.

Daí que, se assinale que, os mercados vivem de informação, isto é, da existência de uma informação completa, verosimilhante e clara quanto mais o possível, constitui a garantia essencial de funcionamento regular dos mercados²⁰⁶. O problema é nem sempre se verificar a sua produção espontânea, seja, em tempo oportuno ou em quantidade e qualidade suficientes e necessárias, havendo um risco sistémico sobre a oportunidade, a conservação, o rendimento, a administração e a liquidez nos mercados assentes em situações de informação assimétrica²⁰⁷.

Um dos entraves à sua produção e divulgação diz respeito ao facto da natureza da informação como bem público, a partir do momento em que é divulgada, torna-se efetivamente apropriável sem que seja necessário um qualquer pagamento ao informador. Isto, não significa que seja isenta ou gratuita, mas há, assim, que calcular os custos associados à procura, obtenção e análise da informação²⁰⁸.

E por outro lado, relativamente à informação, há ainda um problema de credibilidade, pois trata-se de um bem cuja sua veracidade no momento em que é obtida, não foi na maioria das vezes devidamente comprovada ou demonstrada. Logo, a sua aquisição é na grande maioria das vezes um ato arriscado, dependente de fatores indutivos como a reputação do informador e, pode levar ao caso de ao se obter uma informação classificada

²⁰⁶ Eduardo Paz Ferreira, A informação no mercado de valores mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, Volume III, Coimbra Editora, 2001, p. 145.

²⁰⁷ Idem, pp. 145-146.

²⁰⁸ O custo da informação corresponde ao custo da procura do preço e qualidade de produtos e, incluirá ainda os custos materiais e de oportunidade, correspondentes ao tempo despendido nessa atividade e que poderia ter sido dirigido a outra. Por esta via, afirma-se que quanto mais fácil ou aberto for o acesso do agente às informações, menos ele gastará na sua procura e mais esta lhe renderá (será vantajosa). Em sentido inverso, quanto mais alto for o custo de oportunidade, menor será a sua disposição em realizar essa procura. Ou seja, é tudo uma questão de custo-benefício, da mesma forma que se aplica este princípio marginal à decisão de investir, o mesmo também se verifica no momento anterior à formação dessa decisão, na procura por obter o máximo de informação possível relativo ao qual deverá ser o melhor investimento a realizar num determinando momento e num certo mercado. E deste modo, o mais racional e lógico será esta busca por informação, só se realizar até a um determinado limite de benefício marginal, nomeadamente até ao valor do benefício não se tornar igual ou até inferior ao custo marginal dos instrumentos e produtos financeiros. Cfr. Fernando Araújo, Introdução à Economia, ob. cit., pp. 412-417.

como *boa* (ser verdadeira e relevante), estar a gerar ou fomentar uma intenção de reservar o seu uso em exclusivo (de servir como uma vantagem de conhecimento)²⁰⁹.

Desta feita, há uma imperfeição de informação inerente aos mercados financeiros que, pode comprometer o equilíbrio contratual, afetando a confiança dos agentes desse mercado e consequentemente, o próprio bem-estar social. Pois, os efeitos dessa disparidade de informação entre as partes, tanto na fase pré-contratual, como no curso da execução do contrato, extrapolam as relações individuais e alcançam a mutualidade, dado o peso da natureza e da função económica e social subjacente às relações contratuais no quadro destes mercados.

Perante isto, surgiu a necessidade de se encontrarem meios de fomentar o aumento do nível de informação entre os agentes do mercado e por outro lado, de se encontrarem descodificadores, de modo a simplificarem o processo de tomada de decisão. Neste âmbito, na relação contratual se estabelecem um conjunto de deveres de prestação de informação ao mercado, aos investidores e aos próprios agentes de supervisão.

Quer isto dizer que, há muito se abandonou a ideia de *caveat emptor approach*, de mera responsabilização do investidor pelas suas opções e atos. E se deu a assunção de um princípio de *nanny state approach*, no sentido de se recorrer à intervenção pública, de modo a fazer fase à relação contratual desequilibrada, protegendo a parte dita mais fraca, com menos poder negocial²¹⁰.

Logo, por força do peso que a informação assume no funcionamento dos mercados financeira, é possível explicar o porquê da imposição de deveres de informação, nomeadamente na fase pré-contratual da formação dos contratos de prestação de serviços financeiros. Neste domínio, o BdP²¹¹ publicou a seguinte lição: "*nos mercados bancários de retalho, a informação de que os clientes dispõem sobre os produtos é imperfeita, dado que os clientes estão menos informados do que as instituições que os comercializam*

²⁰⁹ Fala-se de uma situação de *free riding*, onde o custo despendido na elaboração e disseminação da informação gera uma utilidade aproveitada gratuitamente por todo o mercado (daí se falar em bem público), havendo uma certa falta de justiça na sua utilização. A informação apresenta-se, assim, como um *merit or collective good*, na medida que, a sua produção acarreta mais-valias não para um só particular, mas para todos os agentes do mercado. Cfr. Fernando Araújo, *idem*, pp. 412-417.

²¹⁰ Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade e intervenção pública, em Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, Coimbra Editora, 2011, pp. 74-75.

²¹¹ BdP, Relatório de Supervisão Comportamental 2010, Lisboa, Departamento de Supervisão Comportamental, p. 13.

(informação assimétrica) e porque a natureza dos produtos torna difícil uma avaliação correta dos riscos associados, em particular pelos clientes sem os necessários conhecimentos financeiros (informação incompleta). Estas “falhas de mercado” impedem a correta avaliação de encargos e/ou rendimentos esperados e limitam a capacidade de escolha dos clientes entre diferentes produtos e instituições”²¹².

Seguindo esta ideia podemos distinguir entre os seguintes fundamentos dos deveres de informação na prestação de serviços financeiros: *acautelar a aversão ao risco; reduzir a assimetria financeira, estimular a eficiência dos mercados;*²¹³

1.1.1. Acautelar a aversão ao risco

Às relações jurídicas estabelecidas no âmbito do regular funcionamento dos mercados financeiros correspondem invariavelmente à celebração de diferentes tipos de contratos cujo objeto será o fornecimento de produtos financeiros ou prestação de serviços financeiros²¹⁴. Mas esses contratos são invariavelmente na sua maioria contratos onde o risco²¹⁵ assume um peso significativo²¹⁶, assumindo, por essa via, a informação uma

²¹² Neste mesmo sentido, o n.º 1 do art. 304.º, do CVM estatui que os intermediários financeiros devem orientar a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado.

²¹³ Indo ao encontro do *ratio* associado à legitimidade regulatória e supervisora e aos princípios públicos subjacentes à regulação financeira. Infra 2.2. e 2.3. do III capítulo.

²¹⁴ No nosso estudo, dado o carácter imaterial dos produtos financeiros, falamos de prestação de serviços financeiros para ambas as situações.

²¹⁵ Entenda-se risco, no sentido que lhe é conferido por Frank H. Knight, como, em termos simples, à situação em que as probabilidades do evento são objetivamente calculáveis e previsíveis assim, como a potencial dimensão das suas consequências (ganhos e perda) em termos de intensidade, extensão espaço-temporal ou objeto (V. Rute Saraiva, *Direito dos Mercados Financeiros*, ob. cit., pp. 97-98). Mas, mais que, a mera incerteza económica quanto à vantagem a retirar do negócio, é necessário que, se trate de um risco decorrente da natureza do contrato e, não dá mera margem de risco que envolve a generalidade dos negócios quanto às vantagens patrimoniais que destes resultam. Cfr. António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, vol. II, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 110-112; e José Oliveira Ascensão, *Direito Civil - Teoria Geral*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 314;

²¹⁶ Muitos dos contratos provenientes dos mercados financeiros trata-se de contratos aleatórios, marcados pela incerteza ou imprevisibilidade do ganho ou da perda a resultar do contrato estão sempre presentes. Quer isto dizer, que neste tipo de contratos a vantagem (ou sacrifícios) patrimoniais dependem de acontecimentos incertos e futuros, não sendo possível auferir a sua ocorrência no momento da formação do contrato. Logo, aquando da celebração do dito contrato são ainda desconhecidas em concreto as vantagens a resultar para as partes. É o exemplo dos contratos de seguro, onde a aleatoriedade é uma das características fundamentais, vide, por todos, Pedro Romano Martinez, *Direito dos Seguros - Apontamentos*, Principia, Cascais, 2006, pp. 51-59, ou, José Engrácia Antunes, *Direito dos Contratos Comerciais*, ob. cit., p. 686. Mas também é a aleatoriedade algo presente no Direito Bancário, como por exemplo nos Contratos de *Swap* que, se aproxima da noção de investimento do mercado de valores mobiliários, V. António de Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, ob. cit., pp. 873-879; José A. Engrácia Antunes, *Direito dos Contratos Comerciais*, ob. Cit., pp. 363-368 e *Os Derivados*, CMVM, n.º 30, agosto de 2008; Maria Clara Calheiros, *O contrato de swap*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 77-109.

grande relevância, ao permitir às partes do contrato formularem um juízo de contratar seguro, racional e objetivo, assim como, possibilita que o fim do contrato seja para acautelar um determinado interesse ou objetivo económico-financeiro e, não se cai num campo de total incerteza e consequentemente insegurança.

Por outras palavras, a informação relativa à celebração e execução de um contrato, garante que a ambas as partes no momento em que contratam (e durante a execução contratual) lhes é possível medir de forma objetiva a probabilidade de ocorrência, evitando que o acto de contratar seja um verdadeiro salto de fé na prossecução da atividade em causa.

A informação é assim, um meio para se obter determinados fins, dentro da lógica dos mercados, será um meio (ou uma garantia) para permitir aos seus intervenientes a tomada de decisões racionais, que lhes permita atingir pelo menos um certo fim. Ou seja, a informação é a forma de se garantir a possibilidade dos agentes dos mercados agirem de uma forma (mais) racional.

Quer isto dizer, que deter informação significa ganhar um melhor conhecimento²¹⁷ sobre o mercado, possibilitando aos agentes do mercado, a partir da análise de determinados factos (informações) sobre dados relativos ao funcionamento do mercado, retirarem determinadas conclusões sobre qual o melhor investimento a realizar (ou não).

Isto significa que, a informação é uma forma de se mitigar, algo sempre presente no momento de investir, a incerteza. Podemos afirmar, mesmo, que estes dois conceitos são inversamente proporcionais, pois em sentido objetivo, a incerteza caracteriza-se pela falta de informação, por um desconhecimento das condições em que se irá ou se está a agir, embora esse desconhecimento possa também estar relacionado com uma falha de perceção ou de assimilação da própria informação, a respeito da sua adequada distribuição ou transmissão. Em suma, a incerteza traduz-se num estado de espírito caracterizado pela dúvida ou ignorância relativa, baseada na incompletude ou falta de informação a respeito de evento futuro.

Logo, a informação assume uma enorme importância para o funcionamento dos mercados em geral, não sendo os mercados financeiros uma exceção, bem pelo contrário. Pois, basta

²¹⁷ “One should hardly have to tell academicians that information is a valuable resource: knowledge is power. And yet this occupies a slum dwelling in the town of economics. Mostly it is ignored”, George J. Stigler The economics of information, in The journal of Political Economy, vol. LXIX, n.º 3, 1961, pp. 213-225 (disponível em <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/258464>),

pensar que quem tem determinada informação ganha um conhecimento adicional, uma vantagem, de poder antever certos problemas e equacionar entre as diferentes opções quais são provavelmente as de melhor sucesso.

Ou seja, a relevância da informação deve-se exatamente, ao facto de ser a forma de se obter um determinado conhecimento²¹⁸, em especial na ótica das relações contratuais, isto porque, a parte mais informada terá consequentemente um poder de negociação superior. Pois, um contratante a partir da informação que é do seu conhecimento pode usufruir da vantagem que isso lhe dá, em detrimento de uma outra parte menos informada.

Mas, atenção, a informação não assume um papel e relevância apenas nos contratos aleatórios, por exemplo também em contratos classificados como não aleatórios, como o mútuo bancário, a informação se revela determinante. Pois, em qualquer relação jurídica há sempre uma margem de risco e incerteza que necessita de ser acautelada²¹⁹.

Posto isto, não é errado afirmar que mais informação no contexto dos mercados significará uma redução da incerteza e um possível melhor capacidade em lidar com o risco, ao se aumentar o conhecimento e a experiência relativa aquilo que se pode prever. Em todo o caso, muito dificilmente a incerteza será eliminada por completo, desde logo, porque como veremos, os custos marginais associados à informação são um obstáculo e, porque os efeitos da informação sobre a incerteza podem só ser significativos até um certo ponto, podendo mesmo provocar o inverso daquilo que se procura, ao originar mais distorções, ambiguidade e indeterminação.

Contudo, ainda relativamente a este ponto, importa ter presente, que a forma como a informação reduz a incerteza e proporciona uma melhor forma de lidar com a aversão ao risco, depende da forma como cada agente racionaliza (analisa) os dados e factos conhecidos do passado, aplicando conclusões dessa análise para inferir contingências

²¹⁸ Importa ter presente a distinção existente entre informação e conhecimento, embora muitas vezes utilizado como sinónimos, a verdade é que a informação só se transforma em conhecimento, depois de interpretada pelo seu recetor, que a assimila e classifica, atribuindo-lhe um certo valor de acordo com as limitações endógenas e exógenas da sua racionalidade. Ou seja, por si só a mera transmissão de dados informativos não releva à formação do conhecimento, este depende da efectiva apreensão e assimilação pelo agente ao qual é dirigida. *Infra* 2.4. do III capítulo.

²¹⁹ Podemos distinguir entre riscos especiais e riscos gerais, relativamente ao primeiro grupo podem estar em causa características específicas ligadas à utilização de determinado indexaste compósito ou à própria estrutura do instrumento financeiro. Já o segundo grupo corresponderá aos riscos associados à variação natural dos mercados ou ao próprio risco de insolvência. V. Gonçalo André Castilho dos Santos, *A Responsabilidade Civil do intermediário Financeiro perante o cliente*, ob. cit., p. 53 (nota de rodapé 103).

futura. E daí dizermos que há sempre um inerente grau de incerteza que, não é eliminado apenas com uma procura por mais informação.

Importa ter em conta, que a racionalidade humana é condicionada por fatores exógenos (externos), como a incerteza quanto às condições do mercado, à qualidade dos bens objeto do negócio, à disponibilidade e disposição da contraparte para o cumprimento do contrato. E, ainda, por fatores endógenos (internos), como a aptidão intelectual e as condições psicológicas ou emocionais (influenciado ou estruturado pelos valores culturais, éticos ou até religiosos) de cada indivíduo, que determinam como cada agente valoriza e assimila a informação divulgada ou disponibilizada.

Há assim, que ter em atenção o facto do *"agente económico, no mundo real em que se movimenta, não se reconhecer no homo economicus omnisciente e mecânico que deixa transparecer a abordagem neoclássica focada na racionalidade e na maximização e otimização do bem-estar"*²²⁰, pois embora, seja inquestionável ao nível da racionalidade a relevância de uma análise custo-benefício, cada indivíduo no momento de decidir também se deixa influenciar por aspetos emocionais, pré-conceitos e experiências passadas.

Dentro desta lógica, cita-se a *teoria da racionalidade limitada*, na qual Herbert A. Simon enuncia que o Homem, enquanto ator económico, decide sempre com base num número limitado de informações e/ou com base em capacidades limitadas de raciocínio. Um indivíduo nunca conhece todas as alternativas ao seu dispor e todas as suas consequências, pois não é possível alguém ter acesso a todas as possibilidades de acção, medindo todas as opções, há uma impossibilidade material de obter toda e quaisquer informações, nem que, seja por uma questão de tempo e custo. Neste contexto, o agente económico contenta-se em adquirir um número limitado de informações, *"o chamado nível satisfatório"*, que possibilite a identificação dos problemas e algumas soluções alternativas. O que o indivíduo faz, na realidade, é formar uma série de expectativas das consequências futuras, que se baseiam em relações empíricas e informações já conhecidas²²¹.

Perante a racionalidade limitada, podemos concluir que os agentes do mercado não formam as suas tomadas de decisão com base apenas na informação que lhes é

²²⁰ Rute Saraiva, Direito dos Mercados Financeiros, ob. cit., pp. 106-110

²²¹ *Idem, ibidem.*

disponibilizada ou obtida, havendo, assim, que ter em conta também a forma como estes a interpretam, compreendem e associam, de modo diferente por cada sujeito. O papel e a relevância da informação ao ser disponibilizada e tornada pública (isto é, os seus efeitos na tomada de decisão), dependem quer do contexto envolvente, quer da sensibilidade subjetiva de cada indivíduo (das suas emoções, pré-conceitos, experiências passadas ou capacidades e limites cognitivos).

Daí que a chamada economia comportamental tenha ganho peso e importância no âmbito da *behavioral law and economics*, analisando o processo psicológico presente na tomada de decisão. É o exemplo da *Teoria Prospetiva de Kahneman e Tversky*, que tem como objeto de estudo a tomada de decisão em situação de risco, na qual ao contrário de teorias clássicas, conclui que a forma como alguém forma a sua tomada de decisão num mercado é influenciado pelo *status quo* e por outros pontos de referência não necessariamente objetivos. Por sua vez, esta questão ganha uma maior importância dada a complexidade envolvente dos mercados financeiros, pois quanto mais complexa é uma situação, mais imperfeita será sua representação mental e consequente avaliação dos riscos e efeitos²²².

Deste modo, dada a grande variedade e complexidade de serviços e produtos financeiros existentes no mercado, aliada à elevada dificuldade de cálculo dos seus custos e benefícios, os consumidores encontram-se numa situação de bastante vulnerabilidade. Dada a dificuldade em avaliar os riscos e suas consequências (em especial a longo prazo), assim, sendo por uma questão de acessibilidade e de existentes limites cognitivos, a chamada heurística afetiva ganha um papel determinante na formação de um juízo de como agir, invariavelmente as pessoas optam por formar as suas decisões com base em fatores cognitivamente e emocionalmente mais de acessíveis de avaliar²²³.

²²² É também neste âmbito, que se compreendeu a supramencionada distinção entre investidores profissionais, qualificados ou institucionais (como instituições de crédito, sociedades financeiras, empresas de investimento, organismos de investimento ou fundos de pensões) e investidores não institucionais ou não qualificados (o público em geral, podendo ser entendidos também como consumidores). Visando tutelar a posição dos investidores mais fracos, com menor poder negocial, reconhecendo-lhes mais direitos e maior proteção, por força exatamente de possuírem menores conhecimentos técnicos e consequentemente menor capacidade de racionalizar a informação transmitida. Supra 1.2. do capítulo II.

²²³ A este propósito fala-se em tomadas de decisão motivadas por simples preferências subjetivas ou onde se limita a seguir o comportamento coletivo dominante, podendo gerar decisões infundadas sem qualquer conexão a critérios objetivos e fundados. V. Brad M. Barbear e Terrance Odean, *The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, May 1998, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94140.

Como por exemplo, ocorre no mercado de crédito bancário, quando se decide apenas com base no valor da prestação mensal a pagar pelo crédito, sem se ter em conta o custo total do crédito dependente de diversos fatores (heurística da avaliação). A análise do risco com base na heurística (e no próprio comportamento alheio e experiências passadas) pode levar a decisões nem sempre adequadas à realidade, como ocorre quando se opta por concentrar a atenção nos fatores mais recentes (heurística da disponibilidade), preferindo agir com base na percepção da magnitude dos efeitos em detrimento das probabilidades - exemplo de quem ao apostar na lotaria, 'investe' em algo que oferece oportunidade ganhos altíssimos, mas as probabilidades de sucesso reduzidas, apresenta um risco de perda extremamente elevado.

Logo, na hora de investir, a formação de uma tomada de decisão racional enfrenta diversas limitações, já aqui referidas e que, obstam o processo de escolha, agravado pela disparidade da informação entre os agentes e as suas diferentes reações à incerteza e ao risco que os levam a decisões distintas, condicionando a racionalidade humana. Assim, sendo, uma mais segura e disponível informação prévia sobre o assunto poderá ser uma boa solução para garantir uma melhor representação cognitiva quanto à complexidade dos produtos e serviços presentes nos mercados financeiros.

Isto, porque à partida quanto maior (e melhor) for a informação disponível, mais exímia será a decisão a tomar. Porém, por tudo o referido sobre a racionalidade (e irracionalidade) humana, não será esta uma solução só por si milagrosa, pois mesmo uma decisão tomada com base em informação verdadeira e suficiente poderá não ser exímia ou eficiente, por força da individualidade na percepção da informação, variando de pessoa para pessoa, a partir da forma como valorizam o risco, o toleram, procuram ou temem.

1.1.2. Reduzir a Assimetria Informativa

Como já mencionado, informação não se encontra distribuída ou esta acessível no mercado, não se encontra de todo disperso numa forma plena e igual entre os diversos agentes económicos e atores dos mercados financeiros. Falamos, então de uma situação de assimetria informativa, quando uma das partes não possui toda a informação considerada relevante para a sua racional tomada de decisão.

Há uma distribuição imperfeita da informação, os intervenientes de um determinado mercados não dispõem de forma equiparada de toda a informação necessária para fazer

com que esses mercados funcionem da maneira dita mais adequada, representável na curva de Marshall quando há um ponto de equilíbrio entre a oferta e a procura. Ou seja, esta situação verifica-se quando a informação necessária para que compradores e vendedores cheguem a esse ponto de equilíbrio não se encontra igualmente distribuída, ou, não é do conhecimento simultâneo entre todas as partes.

Deste modo, na hipótese de situações de assimetria informativa no âmbito de um contrato, isto é, quando a informação não se encontra disponível de uma forma plena e igual entre os diversos agentes económicos, há uma desigual distribuição da informação entre as partes. Com uma das partes a não possuir toda a informação considerada relevante para a sua racional tomada de decisão, encontrando-se essa parte menos informada num estado de vulnerabilidade, na medida que tem um poder negocial menor ou mais limitado. Nesta circunstância é conferido um poder de mercado à parte que detém essa informação, uma dita vantagem comparativa. Vantagem essa, que pode e bem impedir uma decisão racional da outra parte, quanto ao consumo ou à produção do bem.

A imposição dos supra enunciados deveres de informação tem, assim, como fundamento material a necessidade de proteção da parte dita mais fraca, mitigando a desigualdade das partes no acesso à informação e a dependência da parte menos informada à outra contraparte²²⁴ que, existe por força do conteúdo informativo ser oriundo de competências técnicas ou científicas ou dado ser especial ou exclusivo a acessibilidade material ao conhecimento da informação.

O dever de informação é a solução apontada para proteção das partes, sem capacidades para avaliar o risco e/ou a dimensão do contrato, evitando os efeitos associados às assimetrias informativas. Efeitos que podem assumir diferentes formas e afetam de diferente modo e sentidos o 'normal' funcionamento do mercado, quer numa fase pré-contratual, quer numa fase pós-contratual. Como é o caso da seleção adversa²²⁵,

²²⁴ Cfr. António Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, ob. cit., pp. 408-409; António Barreto Menezes cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 274-276; Luís Poças, *O Dever de declaração inicial de do risco no contrato de seguro*, ob. cit., p. 115. Eduardo Paz Ferreira, *A informação no mercado de valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 137-159;

²²⁵ A seleção adversa diz respeito à existência de informação diferenciada entre um lado do mercado e o outro e, é este tipo de assimetria informativa que está na base da Teoria Market for Lemmons de Akerlof, com uma parte carente de informação por não conseguir verificar a qualidade dos bens ou serviços oferecidos pela outra parte. Este efeito manifesta-se assim, na fase pré-contratual e, decorre da disparidade de informação que existe em relação às qualidades do produto ou serviço ou dos próprios atributos da outra parte. Perante esta assimetria, há uma grande incerteza relativamente aos produtos e serviços em jogo, verificando-se uma opção pela compra ou investimento de produtos ou serviços ao mais baixo preço

geralmente associada à ocultação da informação que só um dos contratantes detém (*hidden knowledge*), ou então, de uma situação designada como risco moral (*moral hazard*), relativa à dificuldade de uma parte acompanhar as ações ou intenções da contraparte durante a execução do contrato (*hidden action*)²²⁶.

Estes problemas são particularmente evidentes nos mercados financeiros, como é o caso da banca e dos seguros, afetando a eficiência alocativa dos seus recursos. Pois, a oferta no mercado financeiro é realizada tendo em conta a confiança em relação à outra parte, no caso por exemplo da concessão de crédito, este dependerá da confiança que a entidade bancária ou financeira tem relativa à recuperação desse empréstimo. E como se ganha ou obtém essa confiança? A partir da credibilidade transmitida, ou seja, da informação a respeito da aptidão ou capacidade do tomador de cumprir a sua obrigação, no caso de restituir o valor do objeto contratual do mútuo. Logo, quanto melhor a qualidade da informação transmitida ou obtida, menor o preço a pagar pelo empréstimo - mais baixa será a taxa de juro a pagar, no caso de um empréstimo bancário ou o prémio (no caso dos seguros) ser mais baixo.

possível, em detrimento dos de melhor qualidade, que acabam excluídos do mercado. Pois o comprador não arisca pagar mais por algo que, não lhe transmite uma suficiente confiança sobre o seu estado real e, por sua vez os potenciais vendedores optam por se autoexcluir deste mercado, por considerarem os preços oferecidos inadequados à qualidade dos seus produtos. Algo que, por seu turno, leva os compradores a oferecerem preços ainda mais baixos, já que com os melhores bens ou serviços fora do mercado, as possibilidades de surgirem problemas aumentam substancialmente. Este ciclo vicioso coloca assim, em causa o próprio funcionamento do mercado, com os compradores desconfiados a retraírem-se e, os vendedores incapazes de persuadi-los. Cfr. Fernando Araújo, Introdução à Economia, Almedina, ob. cit., pp. 304-417; Rute Saraiva, Direito dos Mercados Financeiros, ob. cit., pp- 95-101; George Akerlof, The Market for Lemmons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism, publicado em Quaterly Journal of Economics (84), 1970, disponível em http://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents;

²²⁶ O risco moral manifesta-se num plano pós-contratual, isto porque, após a celebração do contrato (em especial sendo este de execução continuada), existindo a impossibilidade ou dificuldade de uma parte em acompanhar ou monitorizar as ações da outra parte no âmbito da execução contratual, haverá sempre a possibilidade dessa outra parte alterar o fim destinado para os fundos financiados. Ou seja, o risco moral corresponderá a uma situação em que ora por negligência, ora por oportunismo se irá eventualmente optar, ao contrário do previsto e admitido, por aplicar esses fundos num investimento embora mais rentável, mas que é consequentemente mais arriscado relativamente ao seu sucesso e respetivos ganhos. Tornando, assim, menos provável por parte do mutuário o devido cumprimento das obrigações, a que se encontra vinculado contratualmente. É um efeito tipicamente associado ao mercado de seguros, correspondendo às situações, em que ora por negligência, ora por oportunismo, aquele que recebe determinado tipo de cobertura ou seguro pelas suas ações, diminui os cuidados correspondentes a essas ações. Isto é, o tomador do seguro, sabendo que a sua atuação está protegida ou acautelada por um seguro, pode passar a ter uma conduta menos dirigente ou mais desleixada, aumentando o nível do risco calculado no momento da celebração do contrato de seguro. Como por exemplo o proprietário de um bem que após fazer um seguro contra furto passa a ter uma atitude negligente de guarda do bem e, com isso aumenta o próprio risco de furto. Cfr. Fernando Araújo, Introdução à Economia, ob. cit., pp. 304-417; Rute Saraiva, Direito dos Mercados Financeiros, ob. cit., pp- 95-101;

Em sentido inverso, caso as instituições financeiras, como é o caso dos bancos, não tenham informações suficientes que lhes permitam identificar os tomadores de recursos com menor risco de inadimplência, perante uma eventual hipótese de maior risco de não cumprimento da outra parte, irão optar pela não concessão de empréstimos ou pela fixação de uma taxa de juro, que lhes sirva como uma garantia de segurança para compensar esse possível incumprimento. Esta reação à falta de informação tem como consequências o fixar de uma taxa média de juro, gerando uma situação de seleção adversa, ao atrair os investidores de projetos mais arriscados e com maior probabilidade de incumprimento da obrigação e, ao afastar os mais cautelosos e com maior probabilidade de capacidade em restituir o valor emprestado.

Pois, só os mais carentes e necessitados vão acabar por aceitar taxas de juro altamente elevadas, enquanto investidores que representem um menor risco de incumprimento optam por procurar outras formas de financiamento. E no que diz respeito ao mercado de seguros, estes problemas manifestam-se na esfera do segurador, com o prémio a ser quanto mais elevado, quanto maior for o risco a cobrir por influência de diversos fatores que incidam sob a figura dos potenciais segurados ou tomadores. Assim, como se pela fragilidade financeira ou falta de confiança do funcionamento da atividade seguradora, a procura pela contratação é baixa, acaba só por restar no mercado na sua maioria potenciais tomadores e segurados carentes de um seguro, sendo o risco a cobrir tendencialmente alto.

Já sobre o problema do risco moral, este pode ser entendido dentro de uma lógica de relação Principal-Agente, onde os interesses de ambas as partes são de alguma maneira distintos e as ações do agente, dado não serem totalmente controláveis, podem gerar consequências negativas para o principal, uma vez que, quem decide pode optar por perseguir interesses desligados do fim inicialmente acordado. Ou seja, estamos perante uma situação de informação assimétrica, com o agente a ter uma posição privilegiada em relação ao principal, nomeadamente de um conhecimento superior sobre o modo como vai atuar ou investir.

O mercado financeiro dos seguros lida especialmente com este problema de risco moral, pois o tomador do seguro, sabendo que a sua atuação está protegida ou acautelada por um seguro, pode passar a ter uma conduta menos dirigente ou mais desleixada, aumentando o nível do risco calculado no momento da celebração do contrato de seguro. Mas também

se pode verifica no sector bancário, pois a existência de fundos de garantia de depósitos do refinanciador ou da assunção pelo Estado do risco de falência dos bancos podem motivar os agentes a correr mais riscos por se sentirem mais seguros, seja do lado da procura, com os depositantes a não assumirem necessidade de monitorizar a atividade dos depositários, ou seja do lado, da oferta com as instituições financeiras, conhecedoras da sua importância social e económica e confiantes no seu peso (*too big to fail*) a agirem de forma contraproducente.²²⁷

Logo, como refere Fernando Araújo²²⁸, o risco moral consiste na perda de incentivos de diligência e de cuidado na prevenção dos prejuízos cobertos pelo seguro, na perda de incentivos advinda do facto do segurado poder passar a externalizar, total ou parcialmente, os custos das suas ações sobre a seguradora, o que parece não reclamar dele os mesmos cuidados que se justificariam perante a perspectiva de suporte exclusivo da integralidade desses custos. Acabando por ser um comportamento natural as pessoas agirem de uma forma diferente, menos preocupada ou diligente, consoante estejam protegidas por um seguro ou por uma outra garantia, seja esta de que natureza for.

A este propósito podemos ainda, falar da situação de duplo risco moral relativamente aos agentes que dispõem o seu capital - seja o investidor quando aplica o seu capital em determinado instrumento financeiro, o segurador aquando de um sinistro ou o mutuário - que tentam socorrer-se de mecanismos próprios para assegurar o seu objetivo, que é o lucro, não é comprometido.

Na linha de Fernando Araújo²²⁹, o duplo risco moral consiste assim, na possibilidade da própria seguradora ou do mutuário se socorrer das suas vantagens informativas (dos seus peritos, dos seus advogados ou outros consultores) para subverter os equilíbrios contratuais, restringindo supervenientemente o âmbito do risco ou a admissibilidade da sua manifestação, explorando lacunas no contrato ou na lei para se furtar ao cumprimento, incentivando condutas da contraparte que anulam ou atrasam o dispositivo contratual.

Celebrando-se, como refere Rute Saraiva²³⁰, "*contratos demasiado complexos e longos e, por isso onerosos e, em última análise, ineficientes*", dominados por cláusulas contratuais

²²⁷ Rute Saraiva, Direito dos Mercados Financeiros, ob. cit., p.100.

²²⁸ Fernando Araujo, Introdução à Economia, ob. cit., p. 309.

²²⁹ Fernando Araújo, *idem*, pp. 309-310.

²³⁰ Rute Saraiva, *idem*, p. 99.

estimuladoras de bons comportamentos (como rácios de capital), e desincentivadoras de más condutas (como proibindo investimentos perigosos ou complexos) - no caso de contrato de mútuos - ou por cláusulas que impõe diferentes tipos de coberturas gerais e especiais e condições de exclusão do direito ao prémio - no caso dos contratos de seguros.

Sem esquecer que para além da maior complexidade do estipulado contratual, o problema do risco moral aumenta o custo do contrato, de modo a permitir acautelar a assunção do risco por quem de direito, por exemplo nos casos das empresas seguradoras, como as pessoas naturalmente se descuidam, o aumento do risco de ocorrências do sinistro leva-as a aumentar o valor dos seguros, ou seja do preço a pagar pela apólice.

Desta forma, no âmbito relações jurídicas subjacentes aos mercados ambas as partes a detêm informações que a contraparte desconhece ou ignora, neste âmbito existe uma igualdade na não informação. Pois enquanto, é o risco extracontratual da esfera do cliente/investidor (este tem um conhecimento exclusivo ou privilegiado relativamente às características do risco associados a sua capacidade financeira), já o domínio sobre as cláusulas contratuais e suas especificidades é da instituição financeira que, é quem as formula e apresenta.

Desta feita, pretende-se com o estabelecimento legal de deveres de informação 'atacar' estas assimetrias informativas que, envolvem os contratos, ou seja, a imposição de deveres de informação recíprocos entre as partes visa evitar que uma parte se sobreponha a outra. Na esfera do cliente/investidor, assunção de deveres de informação explica-se na medida que, é relativamente às suas declarações, quer na fase pré-contratual, quer na pendência da execução contratual, que se possibilita avaliar (e reavaliar) custo-benefício inerente à situação contratual em causa entre a sua capacidade financeira ou económica e o risco que represente para a instituição financeira e, conseqüentemente permite uma decisão racional de recusa ou assunção por parte da instituição financeira²³¹.

Isto porque, só o cliente/consumidor conhece a situação financeira e económica que pretende ver assegurada ou rentabilizada, daí que, se configure esse dever e informação, pois de outra forma tornaria impossível à contraparte o seu conhecimento, dado que os

²³¹ Realizada com base em cálculos probabilísticos, conciliado dados históricos e estatísticos com dados actuariais, formulando um patamar padrão de riscos seguráveis. Para um melhor desenvolvimento cfr. Pedro Romano Martínez, Direito dos Seguros - Relatório, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (Suplemento), Coimbra Editora, Coimbra, 2005, pp.95-96.

juízos sobre o risco em causa dependem de dados que, se encontram inacessíveis materialmente, na medida que opera sua própria natureza estão são do domínio reservado e até exclusivo do tomador, inacessíveis legalmente, pois dizem respeito a matérias que cabem no âmbito d reserva da intimidade privada, protegidos constitucionalmente (artigos 37º e 38º da CRP) e, ainda inacessíveis economicamente, pelo facto da informação até poder ser acessível materialmente e legalmente, mas os custos (como a contratação de peritos ou analistas) que, tal acesso implicaria para o outro contraente ultrapassar o limite do benéfico marginal²³² a obter²³³.

Desta forma, só através da intervenção do cliente se permite o seu conhecimento pelo agente do lado da oferta dos mercados, sendo só assim, possível realizar um concreto cálculo da rentabilidade e eficácia do contrato em juízo. Porém, como já referido, a instituição financeira também detém informação não acessível ao cliente/investir, nomeadamente conhece em abstrato qual é o naipe de possibilidades relevantes para realizar a devida apreciação da rentabilidade do contrato, necessitando é de conhecer o contexto em concreto para as aplicar. Significa isto que, embora o agente do lado da procura conheça de modo privilegiado as características inerentes à sua situação financeira em hipótese, carece de informação e até esclarecimento relativo ao modo como estas serão enquadradas contratualmente.

Assim, as informações, que quem oferece determinado serviço conhece e está adstrito a fornecer em determinadas circunstâncias e condições, são algo completamente determinante e essencial por força da supramencionada cada vez maior complexidade do funcionamento dos mercados financeiros e dos seus produtos e serviços disponíveis ao público – sem esquecer que cada vez mais as instituições financeiras têm à sua disposição mecanismos legais que lhes permitem conhecer a realidade funcional adstrita à figura dos seus potenciais clientes/investidores.

²³² "The question is not how the search is carried out, but how it is decided when to terminate it, that is, the amount of search. The question is answered by postulating a cost that increases with the total amount of search. In an optimizing model, the correct point of termination is found by equating the marginal cost of search with the (expected) marginal improvement in the set of alternatives. In a satisficing model, search terminates when the best offer exceeds an aspiration level that itself adjusts gradually to the value of the offers received so far. In both cases, search becomes just another factor of production, and investment in search is determined by the same marginal principle as investment in any other factor". Cfr., Herbert A. Simon, A behavioral model of rational choice, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, n.º 1, 1955, pp. 99-118.

²³³ Para um maior aprofundamento das inacessibilidades da informação em matéria de risco, cfr. Luís Poças, *O Dever (...)*, ob. cit., pp. 116-119.

1.1.3. Estimular a Eficiência dos Mercados

De acordo com o referido anteriormente, a informação, mais que um poder para quem a detém, também exerce um papel importante ao nível da confiança e por consequente é um fator decisivo ao nível da eficiência dos mercados financeiros. Pois, ao se promover uma troca de informações entre as partes contratuais, isto funcionará como um estímulo de cooperação, com as partes a sentirem uma maior confiança mútua e uma possível maior segurança e vontade em contratar. Consequentemente um mercado onde a informação é acessível e disponível, reúne condições mais propícias para a celebração de um número maior de negócios, tenderá a ser assim um mercado mais eficaz e registrará mais e melhores condições para um eventual crescimento económico.

Pelo contrário, um mercado onde a informação é omitida ou distorcida, ao ponto de induzir ou provocar um erro sobre o objeto do contrato ou sobre a própria parte contratante²³⁴, torna não só o negócio em causa viciado na sua validade, assim como gera consequências de mercado ao nível da confiança na intenção de contratar e celebrar esses negócios, resultando num mercado menos eficiente. A informação é assim, o substrato da confiança e da lealdade contratual, valores jurídicos fundamentais da contratação, que numa análise macro sustentam a estabilidade ou segurança do mercado e a sua correlativa eficácia.

Contudo, o poder da informação no equilíbrio e eficiência dos mercados, não se manifesta apenas no comportamento ou relacionamento entre os intervenientes do mercado financeiro, pois a informação também exerce uma relevante função relativamente à formação dos preços. Isto porque, os preços agregam e refletem a informação existente no mercado, pelo menos aquela que os agentes detêm e utilizam na ponderação das suas decisões de investimento, transmitindo e comunicando a informação presente aos agentes que intervêm no mercado²³⁵.

A informação acaba por ser a resposta para entender o comportamento dos agentes num determinado mercado, ao nível do modo, como decidem investir ou desinvestir num determinado ativo e como é formada essa sua decisão, com relevância significativa e direta na formação dos próprios preços. Basta pensar, que em qualquer mercado, seja

²³⁴ Cfr. art. 251.º do CC.

²³⁵ Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417.

financeiro ou não, o preço apresentando no objeto das declarações negociais é formado a partir do raciocínio obtido através da ponderação relativa da informação que se detém ou é transmitida ou calculada sobre o produto procurado.

Posto isto, sendo certo que, o preço de um determinado ativo varia de acordo com a expectativa e informação que é conhecida no mercado, é ainda, de apontar que essa variação também dependerá da expectativa e conhecimento de cada investidor. Pois uma informação (completa ou não) é difundida de diferentes formas, seja ao ser divulgada de forma pública, ou, sendo obtida por via de canais restritos do domínio apenas de determinadas profissões ou detida por um grupo fechado de investidores. E assim, sendo, havendo investidores mais informados que outros, os menos informados iram basear a sua decisão a partir quer de registos passados, estatísticos ou do comportamento público de outros investidores mais informados, quer a partir do preço público já por si determinado pela própria acção dos investidores mais informados.

Desta forma, o preço não traduzirá de uma forma total toda a informação, pois há informação não disponível, o que significa que o valor de um ativo financeiro não incorpora toda a informação, não servindo sempre como a melhor estimativa sobre o seu valor intrínseco. Embora pese continue a ser utilizada dessa forma por quem seja menos informado.

De qualquer modo, é por isso mesmo, que se a informação de uma maneira ou de outra influencia a formação "normal" dos preços, se dirá que a eficiência do mercado esta assim, diretamente relacionada com os preços dos ativos e, seguindo esta ideia se concluirá que quanto mais aberto o mercado for do ponto de vista da informação, maior será a sua eficiência.

Concluindo-se, a partir da necessidade do mercado ser o mais eficiente possível, por procurar substituir uma eficiência designada como fraca (*weak form*), onde os preços traduzem uma informação disponível que corresponderá a meros dados históricos ou estatísticos, com grandes variações a partir de factos ou dados não calculados ou esperáveis, ou até mesmo de uma eficácia semiforte (*semi-strong form*), com os preços a manifestarem não só informações passadas, mas também incorporando dados novos que possibilita uma menos sentida variação de preços e mais ajustável de forma instantânea. Por a procura de uma eficácia forte (*strong form*), onde os preços refletiram no imediato

toda a informação passada ou expectável, seja pública, privada ou até protegida, existente e disponível no mercado - com os preços intrinsecamente a incorporarem verdadeiramente toda a informação²³⁶. Garantindo uma maximização da informação disponível para os investidores e uma consequente equiparação da sua oportunidade de obtenção - corrigindo a existência de investidores (profissionais) mais informados que outros investidores (menos qualificados).

Em todo o caso, a correlação direta entre eficiência dos mercados e informação pública foi alvo de críticas pela escola da economia comportamental²³⁷, nomeadamente porque não é linear que mais informação determine por si melhores decisões dos investidores e consequentemente melhor funcionamento dos mercados. Os adeptos da *behavioral finances* indicam que é impossível segundo um pensamento profundamente racional e objetivo encontrar soluções ou conclusões realistas, pois não se deve deixar de acautelar o facto de o comportamento dos seres humanos ser influenciado por fatores subjetivos, não sendo por isso certo que mais informação evite a tomada de decisões irracionais²³⁸.

Porém, independentemente dos juízos comportamentais sobre a tomada de decisões, não nos parece correto afastar por completo a ideia da correlação entre a informação e eficiência dos mercados. Até porque, a relevância do papel da informação como algo essencial para o funcionamento dos mercados financeiros tem sido objeto de algumas conclusões em estudos empíricos, onde se descreve que, mercados onde o acesso ao chamado Mercado da Informação²³⁹ é mais aberto registam uma tendência positiva ao nível da sua eficiência. Em comparação com mercados marcados por uma não simetria informativa e por carências ou entraves informativos que, registam uma baixa ou menor eficiência.

É disso exemplo um estudo que tinha como objeto análise da influência da assimetria informativa em correlação com a exposição a crises financeiras de um leque de países da Ásia e da América Latina, classificados como emergentes. Nesse estudo, se concluiu que

²³⁶ V. Eugene Fama, *Efficient capital markets (...)*, ob. cit., pp. 383-417 e *Efficient capital markets II*, *The Journal of Finance*, Vol. 46 (5), 1991, pp. 1575-1617. Cfr., também, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp.245-246;

²³⁷ Cfr. as críticas feitas à teoria de Fama elencadas em A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp.247-250.

²³⁸ Importa lembrar as referências anteriormente expressas sobre a teoria da racionalidade limitada. Infra 1.1.1 do capítulo III.

²³⁹ Fernando Araújo, *idem*, pp. 412-417

o emergente crescimento da atividade económica e a estabilidade dos preços registam uma tendência inversa derivada correlativamente da fragilidade do seu sistema financeiro, dado, o seu ambiente ser marcado por uma regulamentação ou supervisão fraca e sujeito a um grau elevado de assimetria de informação.

Pois em países como Argentina, México, Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul ou Malásia se verificou um período de crise económica assente no facto da fragilidade ou incapacidade dos seus mercados financeiros funcionarem eficientemente, e consequentemente ocorrer uma contração da atividade económica, em comparação com países também emergentes, como o Brasil que apresentaram níveis superiores de organização da regulação e supervisão financeiras, embora também imperfeitos nesses países, não deixavam de ser superiores aos restantes países.

Deste modo, embora, todos os países em análise apresentassem variáveis macroeconómicas positivas, foi a vulnerabilidade dos seus aspetos microeconómicos que procedeu à queda da sua eficiência económica, em resultando de um sistema financeiro marcado por fortes assimetrias informativas (exemplo da debilidade da estrutura dos balanços financeiros), não ter tido capacidade de suportar os excessos relativos a uma *"crescente e desordenada liberalização dos mercados financeiros, como responsáveis pela expansão dos empréstimos (créditos) que conduziram à fragilidade do sistema financeiro e, consequentemente aumento da incerteza e desequilíbrio entre a oferta e a procura"*²⁴⁰.

Quer isto dizer, que tendo em conta estes dados empíricos, a ideia de quanto mais informação existir, mais eficiência terão os mercados não é algo absolutamente errado. E segundo esta lógica, o objetivo deverá ser, assim, procurar inverter a "realidade" (de um mercado assimétrico informativamente, onde o preço varia de acordo com aquilo que cada um dos diferentes investidores têm como expectativa e é do seu conhecimento), nomeadamente pela imposição de deveres de informação.

²⁴⁰ Anderson Antonio Denardin, Maurício Simiano Nunes, Roberto Meurer, Mercados Financeiros, Assimetrias Informativas e Crises Financeiras nos Países Emergentes, Caderno de Economia - ano 12, Nº 22, jan./jun., 2008, disponível em <https://bell.unochapeco.edu.br/revistas/>.

1.2. Dever de informação como elemento essencial aos contratos

Após o descrito no ponto anterior, é evidente o papel e relevância da informação nos mercados financeiros, desde logo, porque juridicamente se baseiam em contratos onde a incerteza ou imprevisibilidade do ganho ou da perda a resultar do contrato estão maioritariamente presentes, com ambas as partes a deterem informações que a contraparte não conhece, havendo assim incerteza para ambas as partes. À partida, uma vez que há uma relativa paridade de assimetria informativa, se poderá pensar que, sendo a aleatoriedade uma marca destes contratos que, se dispensa qualquer nivelamento informativo, pois a imposição de partilha de informação privilegiada entre as partes poderia colocar em causa a própria natureza socioeconómica do seguro, tornando a aleatoriedade meramente aparente ou virtual, na medida que, poderia tornar a perceção da ocorrência de certos eventos como quase certa e se perderia a incerteza inerente ao risco do contrato²⁴¹.

Porém, tal lógica não dispensa a necessidade de proteção das partes ditas mais fracas que, está presente na imposição de deveres de informação, na medida que, a sua dispensa poderia provocar a estipulação leonina de prestações²⁴², uma vez que a aleatoriedade, presente em diversos contratos de prestação de serviços financeiros, tendencialmente *"estímula, por parte de contraentes pouco escrupulosos, práticas especulativas, abusos de vária ordem, ou mesmo fraude, cuja consecução resultava da falta de restabelecimento da paridade informativa"*²⁴³.

Correndo-se o risco, dessa prestação de serviços financeiros resultar em mecanismos meramente especulativos, característica capaz de gerar eventuais problemas ao nível da validade e eficácia desses contratos, nomeadamente por ofensa à ordem pública²⁴⁴ na comercialização de instrumentos financeiros que funcionem nada mais nada menos com

²⁴¹ Cfr. Manuel Carneira da Frada, Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil, ob. cit., p. 491.

²⁴² Luís Poças, *idem*, p. 132.

²⁴³ Luís Poças, *idem*, p. 133.

²⁴⁴ Cfr. al. c) do art. 99.º da CRP.

uma dialética similar ou equiparável ao jogo ou aposta^{245 246}, um entendimento defendido na nossa jurisprudência a propósito da problemática dos contratos de *swap*²⁴⁷.

Desta feita, o dever de informação visa tutelar as partes contratuais contra possíveis enganos da contraparte, tendo por efeito mitigar uma qualquer perturbação da justiça comutativa²⁴⁸ que deve subjazer a qualquer negócio. Assim, a consagração de deveres de informação visa munir os contratos de "*mecanismos de informação, deteção e de revelação que permitissem vencer totalmente a assimetria financeira*"²⁴⁹, permitindo um nivelamento da informação e reequilíbrio das posições das partes contratuais.

A informação representa nos contratos a base de todo o seu processo de constituição e manutenção do vínculo contratual, garantindo que a relação subjacente se mantém dentro da tutela da boa confiança e da boa fé, protegendo a parte mais fraca e acautelando os fins base ao contrato em causa. Eliminado ou mitigando do ponto de vista prático, da *Law and Economics* os efeitos negativos associados aos já citados casos de seleção adversa e risco moral. E permitindo a ambas as partes ultrapassar a dificuldade de conhecer ou

²⁴⁵ É esta uma questão recorrente na doutrina relativa à disciplina dos derivados financeiros, sobre tudo no âmbito dos contratos de *swap*. Vide por exemplo, J. Lebre de Freitas, Contrato de swap meramente especulativo: regimes de validade e de alteração de circunstâncias, in ROA, 2012, vol. IV, p. 943 ss.; Hélder Mourato, O contrato de swap de taxa de juro, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 45-61; Paulo Mota Pinto, Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, in Revista de Legislação e de Jurisprudência Ano 143º Nº 3987; J. Oliveira Ascensão, Derivados, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. IV Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 45, 46, 49, 52, 53, 54; Simão Mendes de Sousa, Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Aposta, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 53., abril 2016, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios>;

²⁴⁶ Nas palavras de Lebre de Freitas, trata-se de negócios nulos por ilicitude da causa, pois não é possível ao caso aproveitar o princípio da liberdade de negociar e estipular perante negócios atípicos (como é o caso dos swaps especulativos) que têm como limite o modo como são reconhecidos pela ordem jurídica, que surge como contrapeso à essa vontade autónoma de contratar e estipular. Só havendo reconhecimento do negócio jurídico criado que a lei especificamente tolere. Isto é, quando a "*ordem pública tolera, autoriza ou não proíbe este tipo de contratos, na medida em que há um interesse social em utilizar ou canalizar uma paixão humana*", ou então, caso contrário não o tolera ou permite por a "*tolerância administrativa não justificar um contrato que é, em si mesmo, imoral*". E é isto mesmo que, ocorre no caso do jogo e da aposta, com a lei a reprovar, salvo exceções especiais, este tipo de "*alterações patrimoniais economicamente injustificadas e estéreis que resultam numa perda muitas vezes fatal para aquele que perde, atribuindo à outra parte ganhos que não podem ter moralmente, justificação*". (Lebre de Freitas, ob. cit., pp. 953-954 (nota 23).

²⁴⁷ Ac. do STJ, de 29/01/2015, Processo nº 531/11.7TVLSB.L1.S1, Relator Bettencourt de Faria; Ac. TRL, 21/03/2013, Processo nº 2587/10.0 TVLSB.L1-6; Ac. TRL de 13/03/2013, Processo nº 309.11.8TVLSB.L1-7;

²⁴⁸ José de Oliveira Ascensão, O Direito – Introdução e Teoria Geral, 13.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2005, p. 198.

²⁴⁹ Fernando Araújo, *idem*, ob. cit., p. 305.

apurar o grau de risco associado a cada caso concreto²⁵⁰, com base no cumprimento adstrito a cada parte dos seus deveres, no caso em particular do cliente/consumidor permitirá também obter um maior conhecimento sobre o mercado, logo uma melhor e mais fundamentada oportunidade de selecionar o melhor contrato e a instituição financeira adequados aos seus interesses.

Mas, o dever de informação contratual é, desde logo, uma decorrência do princípio da boa fé, devendo a atuação das partes ser orientada por este princípio, sendo lhes exigidos determinados comportamentos. Pois, independentemente do tipo e especificidades do contrato em causa, o direito dos contratos em geral vincula sempre a conclusão da celebração contratual ao efetivo acordo das partes sobre todas as cláusulas (art. 32.º do CC), devendo cada parte no âmbito da negociação e potencial acordo sobre um putativo contrato proceder segundo as regras da boa fé, sob pena de responder pelos danos que culposamente causar à contraparte - é o chamado instituto geral da *culpa in contrahendo* (*cic*), presente no art. 227.º do CC.

Ou seja, antes da eventual conclusão de um contrato e independentemente da validade como este venha a ser concluído, as partes têm de respeitar certos deveres na fase pré-contratual, com base na experiência jurisprudencial dos tribunais comerciais alemães, têm a doutrina²⁵¹ entendido existirem três grandes categorias de deveres a cumprir: *deveres de proteção; de informação; e de lealdade*.

Estes deveres têm como fundamento ou fim permitir por um lado garantir uma apta relação de confiança entre as partes, por força da situação de proximidade que as partes se veem envolvidas desde logo na fase das negociações à celebração de um contrato e, por outro lado promover ou assegurar a segurança jurídica, pressupondo que estando as partes na posse de todas as informações pertinentes, conhecendo a sua matéria, se inibe

²⁵⁰ O cliente/consumidor tem uma dificuldade em apurar *icty occuli* a verdadeira qualidade dos bens ou serviços, pois esta depende da boa fé e autenticidade das declarações da contraparte, dada a natureza do bem objeto do contrato, no caso da prestação de serviços financeiros esse bem corresponde invariavelmente ao risco financeiro associado à sua rentabilidade – isto e ao grau de probabilidade de ganhos ou perdas que cada serviço representa para esfera jurídica de quem contrata. Há assim, uma incerteza relativa à aferição quantitativa e qualitativa da qualidade associada a bens e/ou serviços pelo facto dos bens terem uma natureza distinta, podendo-se falar em três categorias: *search goods* (em que é possível a qualidade do bem ser determinada mediante uma mera inspeção, realizada antes de qualquer celebração contratual); *experience goods* (bens cuja a qualidade só é possível apurar a partir do seu uso, à partida após a celebração do contrato); *credence goods* (a qualidade do bem não se apura pelo seu mero uso, mas a partir de uma utilização reiterada). Cfr. Philip Nelson, Information and consumer behavior, in *Journal of Political Economy*, vol. 78, n.º 2, 1970, pp. 311-329.

²⁵¹ António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, vol. IV, ob. cit., pp. 293 ss.

que alguma das partes desenvolva condutas desviastes e nocivas para a contraparte²⁵². Particularmente, no caso da tutela da confiança e segurança visa-se proteger as legítimas expectativas fundadas no normal tráfego jurídico, assumindo uma componente ética e jurídica²⁵³.

Neste quadro, é claro que, o princípio da boa fé é um padrão normativo de atuação e regulação dos contratos, seja por força da assimetria informativa ou por força da relação de confiança que assenta a relação contratual a que as partes ficam constrangidas. Se exige às partes um comportamento conforme à boa fé, um pressuposto inerente à imposição de deveres de informação, que molda a conduta das partes segundo os ditames da retidão, honestidade, integridade, ética e lealdade²⁵⁴. Assim, sendo, independentemente de outras formulações legais específicas, o contrato de prestação de serviços financeiros está sempre vinculado à boa fé, concretizando no instituto da cic (n.º 1 do art. 227.º do CC) e no instituto do abuso de direito (art. 334.º do CC).

Podemos, desde logo, apontar que é isto e algo que assume uma particular importância no direito contratual dos seguros²⁵⁵, dado que, a *"sua especificidade própria (...) implica uma transferência do risco, uma análise adequada desse mesmo risco por parte da entidade seguradora, uma análise atenta das condições contratuais, nomeadamente das exclusões está, talvez mais dependente da boa-fé, de ambas as partes e da informação que se prestam mutuamente"*²⁵⁶.

Assim, como também no Direito Bancário e no Direito dos Valores Mobiliários²⁵⁷, as informações surgem como objeto principal de muitas obrigações, em qualquer relação bancária ocorrem manifestações de deveres de informar²⁵⁸, assentes numa constante e

²⁵² Neste sentido, António Menezes Cordeiro (Tratado (...), vol. II, ob. cit., pp. 230 ss.) aponta que, os institutos da boa fé assentam em princípios da materialidade subjacente e da tutela da confiança.

²⁵³ Manuel Carneiro da Frada, Teoria da Confiança (...), ob. cit., p. 26.

²⁵⁴ Joaquim de Sousa Ribeiro, A boa fé como norma de validade, in *Ars Iudicandi - Estudos de Homenagem ao Professor Doutor António Castanheira Neve*, Volume II - Direito Privado, organizado por José Figueiredo Dias; Gomes Canotilho; Faria Costa, Coimbra Editora, 2008, pp. 676-677.

²⁵⁵ Havendo quem classifique o seguro como um contrato de boa fé, V. José Vasques, *Contrato de Seguro*, Coimbra Editora, 1999, p. 110.

²⁵⁶ Cfr. Luís Silveira Rodrigues, A proteção do consumidor de seguros, in António Moreira e Manuel da Costa Martins (coordenadores): *II Congresso Nacional de Direito dos Seguros - Memórias*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 238.

²⁵⁷ Conforme destaca A. Barreto Menezes Cordeiro, em *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 274, *"a centralidade da informação é posta em evidência pelo número de vezes que a palavra é mencionada no CVM: mais de 400"*.

²⁵⁸ Reiner Welter/Volker Lang, introd. ao *Handbuch der Informationspflichten im Bankverkehr*, 2005, *apud*, António Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, ob. cit., p. 285.

permanente recolha e circulação de informação²⁵⁹. Pois, toda a atividade bancária assenta materialmente em operações para as quais é essencial a *“identificação e comunicação das correspondentes posições ativas ou passivas (...) para permitir o funcionamento do sistema bancário, quer no âmbito das relações com o cliente, quer no âmbito das relações com terceiros”*²⁶⁰.

Assim, dada a natureza, características, funções e objetivos dos contratos cujo seu objeto visa a prestação de serviços financeiros, é essencial à estes a existência de regras que imponham normas de conduta às partes, no sentido de atuarem conforme a boa fé, impondo-se a cooperação e colaboração entre as partes.

Assumindo a atividade financeira uma significativa importância face aos diversos objetivos que regra geral orientam a vontade dos sujeitos na celebração de certos negócios jurídicos na medida que, se desenvolve no seio de relações contratuais e é regulada pelo princípio geral da boa fé²⁶¹, positivado nos arts. 227.º e 762.º do CC. E abrangendo toda e qualquer relação contratual devem os seus agentes agir naturalmente de acordo com os preceitos de boa fé, sendo este um princípio que acompanha toda a relação contratual, seja na fase da sua execução ou na fase de formação do contrato²⁶².

A boa fé significa, assim, uma maior tutela da confiança e segurança entre as partes contratuais, logo a expressão agir segundo os *'ditames da boa fé'* implica efeitos sobre as normas em causa e sobre as situações concretas a que estas se referem. Porém, há sempre o problema de saber se a referência isolada à boa fé como um princípio geral aplicável às relações jurídicas é capaz de gerar por si só isoladamente condutas concretas. Ou seja, se a boa fé por si só representa algo, ou se pelo contrário é necessário existir sempre um determinado dever de conduta em específico, uma determinada norma positivada, para

²⁵⁹ Cfr. António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 362 e ss.

²⁶⁰ Luís Menezes Leitão, Informação bancária e responsabilidade, *ob. cit.*, pp. 225-226.

²⁶¹ Neste sentido, Luís Menezes Leitão, em *Direito das Obrigações - Introdução à Constituição das Obrigações*, vol. I, 15.ª ed., Almedina, Coimbra, 2018, p. 59, refere que *"a boa fé constitui assim, um importante princípio geral de Direito cuja aplicação no Direito das Obrigações se reconduz à imposição de comportamentos às partes, em ordem a possibilitar o adequado funcionamento do vínculo obrigacional, em termos de pleno aproveitamento da prestação, e evitar a ocorrência de danos para as partes"*.

²⁶² Menezes Leitão (*idem*, p. 56) refere que *"a boa fé representa no Direito um conceito polissémico. Podendo falar-se de boa fé num sentido psicológico, definindo-a como a ignorância de estar a lesar direitos alheios (...) Mas pode também falar-se de boa fé num sentido normativo ou ético, definindo-a como regra de conduta (...) é esse o sentido que principalmente nos interessa em Direito das Obrigações"*.

que então, a partir desse caso concreto, se verifique se a conduta a cumprir pelos seus agentes se inclui no dever objetivo da boa fé, ou não.

Isto significa que, a concretização do dever de boa fé não é tarefa fácil, neste âmbito Menezes Cordeiro refere que, *"a existência efectiva de consagrações reais, traduzida na aplicação dos aludidos deveres de informação, faculta uma possibilidade histórica ímpar de penetrar no conteúdo material do vago dever de agir segundo a boa fé"* e, que esta *"apenas normativiza certos factos que, estes sim, são fonte"*²⁶³. Porém, já Paulo Mota Pinto, assume ser possível do dever de agir de acordo com os ditames da boa fé, em especial na fase dita pré-contratual, retirar *"deveres positivos de acção, no sentido da informação e do esclarecimento"*, nomeadamente porque *"quando uma parte está tipicamente numa situação de inferioridade em relação à outra quanto à obtenção da informação, esses deveres servirão sobretudo à reconstituição das condições para um exercício materialmente fundado da sua autonomia privada – a reconstituição dos pressupostos de uma autonomia privada em sentido material"*²⁶⁴.

Em todo o caso, importa ter em conta que a exigência de uma atuação de acordo com os ditames da boa fé deriva sempre do próprio sistema jurídico e não de uma qualquer vontade das partes²⁶⁵. De resto, é isto que é concretizado pelo escopo dos deveres de informação (e de esclarecimento ou aconselhamento) que, incidem sobre o prestador de serviços financeiros e sobre os quais são estabelecidas regras objetivas de conduta, sempre agregadas ao dever geral de de agir com boa fé.

Na linha de Menezes Cordeiro, tais deveres concretizadores dos ditames da boa fé podem ser classificados como *deveres acessórios de proteção, de informação e de lealdade*²⁶⁶. Correspondendo na efectiva ausência de uma formulação legal (e até regulamentar) expressa sobre o exercício da atividade seguradora de deveres específicos, aos deveres que são extraídos da concretização dos ditames da boa fé no escopo dos regimes especiais de deveres de informação em matéria de seguros, banca e bolsa.

²⁶³ António Menezes Cordeiro, Da boa fé no Direito Civil, Almedina, Coimbra, 1997, p. 632 e 646.

²⁶⁴ Paulo Mota Pinto, Princípios relativos aos deveres de informação no comércio à distância - Notas sobre o direito comunitário em vigor, in Estudos do Direito do Consumidor nº 5, Centro de Direito do Consumo, Coimbra, 2003, p. 188.

²⁶⁵ António Menezes Cordeiro, Da boa fé (...), ob. cit., p. 640.

²⁶⁶ *"Pense-se na dinâmica da boa fé como regra de conduta que, através da teia adequada de deveres de informação e de lealdade, prossegue, na prática, a tutela do contraente débil"* - António Menezes Cordeiro, *idem*, p. 1278.

De qualquer modo, podemos até construir um elenco de deveres específicos reguladores da atividade financeira, como demonstrações da boa fé, mas tais deveres para terem um efetivo efeito prático necessitam de corresponder a uma conduta especificada ou exigida na lei. Pois um dever genérico não permite pura e simplesmente, fixar conduta alguma, ou seja, os deveres genéricos não geram obrigações concretas por si só.

Logo, carecem sempre de serem determinados por deveres específicos, para que na análise do cumprimento desses se possa verificar a observância do dever genérico. Caso contrário, se não for analisado o seu cumprimento na análise de uma situação concreta, não há como se avaliar se a conduta do agente observou esse dever genérico, bem como não há como, previamente, imputar-lhe responsabilidade pela inobservância de deveres genéricos²⁶⁷.

1.3. Origem do dever de informação

O dever de informação, na ótica geral do direito civil, nasceu sobretudo com um carácter pré-contratual e tem um fim eminentemente protetor da parte contratual dita mais fraca ou menos informada, dentro da lógica expostas nos dois pontos anteriores. Porém, nem sempre existiu tal tendência ou necessidade de impor deveres de informação com tal finalidade, pois vigorava um princípio geral de *caveat empor*, isto é, baseado na ideia liberal de igualdade de responsabilidade entre as partes e de prossecução parcelar de interesses próprios, individuais e distintos pelas partes.

Presumia-se a igualdade entre os sujeitos, estando os contratos centrados nos princípios da liberdade e da autorregulação. Excluía-se, por isso, qualquer dever de informação, até ao momento em que, começou a ganhar peso o princípio de *nanny state approach*, no sentido de se recorrer à intervenção pública, de modo a fazer fase à relação contratual desequilibrada, protegendo a parte dita mais fraca, com menos poder negociar.

A ideia de boa fé ganha naturalmente um maior peso, deixando o cumprimento defeituoso das prestações contratuais de ser meramente relativo a um dever de comunicação, mas passando a ganhar espaço um especial dever de informação, no sentido de aclaração das cláusulas contratuais comunicadas e, conseqüentemente a cada vez maior necessidade de

²⁶⁷ Cfr. António Menezes Cordeiro, Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais, Lex, Lisboa 1997, p. 496.

formulação de concretos deveres pré-contratuais de informação, no sentido de uma maior cooperação recíproca entre as partes contratuais.

Relativamente ao setor dos grupos, com naturais semelhanças aos restantes dois setores partes do mercado financeiro, os deveres de informação surgem exatamente para tutelar a parte com menor poder negocial que, na fase embrionária da atividade seguradora correspondia à posição do segurador. Sendo, este a parte contratual menos informada, pois uma vez que, os seguros deram os seus primeiros passos a partir do comércio e transporte marítimo²⁶⁸, era o tomador do seguro que tinha um maior e melhor controlo sobre o objeto do contrato, o risco.

Na medida que, este tinha uma posição privilegiada no acesso à informação, ao ser um profissional conhecedor de toda a informação relevante em matéria do transporte marítimo. Enquanto, o segurador se reconduzia a empresários individuais, com dificuldade em conhecer os aspetos que envolviam assegurar o transporte marítimo de mercadorias, nomeadamente o risco envolvido, até porque nesse momento histórico o acesso e rapidez à informação era muito reduzido e dispendioso.

Desta feita, deveria o tomador do seguro, prestar ao segurador toda a informação considerada relevante e necessária para a apreciação do risco a cobrir e, é esta a origem do dever da declaração inicial de risco, previsto no art. 24.º da LCS. Caso contrário, o segurador dificilmente aceitaria negociar e assegurar as mercadorias, pois ao estar a agir sem informação e conhecimento verdadeiro sobre o risco, significaria celebrar um contrato às cegas. Porque, mesmo sendo o valor do prémio exigido extremamente alto, tratar-se-ia sempre de um negócio pouco viável e altamente incerto para o segurador, que estaria a dar um *'verdadeiro salto de fé'* ao *"celebrar um mau negócio na medida que assumiria a posição (e prejuízos) do produtor sem receber, em caso de sucesso, os correspondentes lucros"*²⁶⁹.

Contudo, actualmente o quadro relacional das partes num contrato de seguro é bem diferente daquele que marcou a génese do seguro, é verdade que, o tomador do seguro mantém na sua esfera a obrigação de prestar à contraparte toda a informação relevante em matéria do risco, na medida que é ele que tem uma posição privilegiada sobre os

²⁶⁸ Cfr. Eduardo Vera Cruz Pinto, Os seguros marítimos nas rotas portuguesas do ultramar: uma perspetiva histórico-jurídica (séculos XV-XVI), in RFDUL, vol. XXXIX, nº1, pp. 258-288.

²⁶⁹ Rute Saraiva, *idem*, pp. 101-102

aspectos ligados a este, mas o segurador, nos nossos dias, corresponde a uma instituição que, desenvolve uma atividade altamente especializada e complexa para o cidadão comum.

Os seguradores estão, assim, agora numa clara e manifesta posição de superioridade face aos tomadores dos seguros, dispondo no âmbito da sua atividade profissional de múltiplos mecanismos para aceder e tratar casuisticamente a informação necessária à celebração de um contrato de seguro, bem como para a própria apreciação mais rigorosa do risco, que irá assumir, mesmo que aí sempre dependente nessa apreciação das informações a transmitir pelos segurados.

Desta maneira, se como aponta Júlio Gomes²⁷⁰, o dever de informação no contrato de seguro visava proteger a figura e esfera jurídica do segurador que, eram basicamente comerciantes individuais com menor acesso á informação e menos poder negocial, hoje a situação é a inversa, com o segurador a ser a dita parte mais forte da relação contratual, perante a generalidade de tomadores com conhecimentos ilimitados da prática segurador e vulneráveis ao domínio do segurador na constituição do vínculo contratual. O tomador do seguro é hoje, sem dúvidas, a parte considerada mais débil, sendo actualmente a parte que a generalidade da imposição de deveres de informação tem como intuito proteger do jugo economicista do segurador.

Foi exatamente a esse nível que, a disciplina dos deveres de informação no contrato de seguro se desenvolveu no Direito Inglês, já há muito mais aberto que, o direito continental a esta temática, cunhado na expressão *utmost good faith*, reconhecendo a reciprocidade do dever de informar. Claro que, seguindo a lógica descrita anteriormente, as exigências deste dever concentravam-se nas informações do tomador do seguro para com o segurador, em razão da potencialidade nociva da assimetria informacional mais desfavorável na época ao segurador.

A disciplina da informação no seguro, consagrada no direito inglês e mais tarde estendida ao direito civil continental, foi traçada pelo caso *Carter v. Boehm*, de 1766, decidido pelo *Lord Mansfield*. Este caso incidia sobre um seguro contra o risco de captura do *Fort Marlborough*, em Sumatra que, após ter sido atacado e invadido pelos franceses, o

²⁷⁰ Júlio Gomes, O dever de informação do tomador do seguro na fase pré-contratual, in: MARTINS, M. Costa; MOREIRA, António, II Congresso Nacional de Direito dos Seguros – memórias. Coimbra, Almedina, 2001. p. 75-113.

governador do forte após recuperar o mesmo, acionou o seguro de forma a cobrir os prejuízos pelo ataque sofrido, pedindo o seu ressarcimento por parte da seguradora com quem tinha celebrado o seguro que, cobriria o risco inerente ao sinistro em causa.

Pedido esse, ao qual, a seguradora se negou, alegando terem sido omitidas informações relevantes relativamente à iminência do ataque francês e ao débil estado das condições de construção do forte que, o expunham aos aumentavam a probabilidade de sucumbir a ataques inimigos. O alegado pela seguradora, não bastou para acolher a sua pretensão, tendo o litígio colhido a posição do segurado, pois as informações omitidas pelo tomador, diriam respeito a matéria protegidas pelo segredo militar e que, por outro lado tendo em conta o contexto militar no qual foi celebrado o contrato de seguro, tais hipóteses seriam um facto notório para conhecimento da seguradora²⁷¹.

Embora tenha prevalecido a pretensão do segurado esta decisão judicial representou um marco na aplicação do princípio da *utmost good faith*, a base da aplicação do princípio *uberrima fides* no contrato de seguro, pois pioneiramente se fundamentou a reciprocidade e o alcance do dever de informar, para prescindibilidade da apreciação do elemento subjetivo do contratos, argumentando-se que, a omissão pode caracterizar a *fraude ipso facto* e acarretar a anulação do contrato se o risco efetivo for diferente daquele que foi coberto com base em informações divulgadas sem a total completude, veracidade, atualidade, clareza e objetividade, em termos quantitativos e qualitativos.

Posto isto, o dever de informar no contrato de seguro tem sido a expressão primordial da *utmost good faith*, dentro da lógica fundamentada na decisão de *Mansfield*. Porém, dado o facto de ter surgido como emanação da máxima boa-fé não se tem distinguido a essência do dever de informar no contrato de seguro do direito civil em geral, já que este também é emanado da boa-fé. São ontologicamente iguais, pois ambos se regem pelos mesmos ditames e as diferentes variações relativamente à sua amplitude se devem a circunstâncias subjacentes a cada tipo de contrato em cena. A diferença entre um e outro, diz apenas respeito à distinta intensidade da assimetria informativa e da menor ou maior gravidade dos seus efeitos.

²⁷¹ Cfr. Stephen Watterson, *Carter v Boehm (1766)*, in Mitchell, Charles and Mitchell, Paul, (eds.) *Landmark Cases in the Law of Contract*. Hart Publishing, 2008, pp. 59-118. Disponível em http://pryan2.kingsfaculty.ca/pryan/assets/File/Watterson_2008_on_Carter_v_Boehm_1766.pdf

Esta lógica evolutiva da perspectiva histórico-jurídica do dever de informar do contrato de seguro é extensível também ao Direito bancário e ao Direito dos valores mobiliários, aliás mais à frente quando analisarmos a regulação pública da informação ²⁷² teremos oportunidade de verificar que na sua génese histórica encontramos uma correspondência direta aos elementos, fundamentos e preocupações que se aborda ao nível do Direito dos seguros. Não podemos esquecer que os seguros são uma realidade que registou, fruto da sua relevância no contexto de época, uma evolução e surgimento inicialmente mais significativo e anterior ao aprofundamento dos outros mercados, da banca e da bolsa, que hoje englobamos como pertencendo ao mercado financeiro.

Esta partilha e similitude sobre a origem da necessidade de informar, entre a banca, os seguros e a bolsa, acaba por se tornar evidente por igualmente nas suas relações jurídicas, fruto da total massificação e universalização do consumo, se recorrer de modo generalizado à supramencionada contratação assente em cláusulas contratuais gerais (ccg) que, por se tratar de um regime especial com peculiaridades próprias ou exclusivas não deve ser inteiramente enquadrado juridicamente no modelo tradicional de formação do contrato.

Nomeadamente, não se deve desconsiderar elementos completamente essenciais aos pactos de vontade estabelecidos entre as partes na contratação, isto é da segurança jurídica, equilíbrio contratual e boa-fé objetiva, ou seja, de preceitos que *“norteiam, obrigatoriamente, todo o caminhar do processo de contratação (...) pois a sua ausência ou desfasarem desconstroem toda a estrutura contratual a ser salvaguardada”* – em particular o que ia respeito ao princípio da boa-fé que se manifesta fundamentalmente nos deveres de informação, comunicação ou esclarecimento ²⁷³.

Em jeito de nota final sobre este ponto, podemos concluir que existiu (e existe) um intervencionismo crescente do Estado sobre as relações contratuais, no intuito de mitigar ou atenuar o princípio da autonomia da vontade (assente na absoluta igualdade das partes e poder negocial), sustentado ou motivado por preocupações de ordem social – gerando a imposição de um novo paradigma, do princípio da boa-fé objetiva sobre os contratos.

²⁷² Infra ponto 2 do capítulo III.

²⁷³ V. Vítor Macedo dos Santos, Os deveres de comunicação e de informação na contratação com base em cláusulas contratuais gerais, ob. cit., p. 952.

1.4. Natureza do Dever de Informar

De acordo, com o referido anteriormente, o dever de informar tem um carácter recíproco, impondo-se quer ao cliente/investidor, na medida da referida disparidade informativa que o favorece em detrimento da contraparte e do incentivo para que ele oculte informações relevantes a respeito da sua capacidade ou risco financeiro e, quer à instituição financeira, ao nível do modo como informa a outra parte sobre o teor do contrato, devendo ser transparente, claro e objetivo.

No caso das instituições financeiras, em grosso modo, os seus deveres de informação correspondem à tutela do cliente, fazendo face à sua eventual falta de conhecimentos, preparação e experiência, funcionando numa lógica de perito e leigo. Tudo isto um corolário da boa-fé, essencial aos contratos.

A questão é saber qual é a natureza dessa prestação de informações, se é uma obrigação contratual, porque emerge das características inerentes do próprio contrato, ou, se é um dever legal, imposto por ato legislativo não derivada exclusivamente dos termos explícitos a todos contratos *uberrimae fidei*.

Podemos, então, falar de informação contratual, resultante de um negócio cujo conteúdo das suas prestações principais, secundárias ou acessórias se configura o dever de obtenção e comunicação de informações, por uma parte a outra, de acordo com o estipulado no n.º 2 do art. 485.º do CC. Tratando-se de um dever advindo ou imposto pela concretização do conceito da boa fé (n.º 1 do art. 227.º e n.º 2 do art. 762.º do CC), sob o jeito de deveres acessórios, devendo as partes trocar todas as informações consideradas relevantes e necessárias para prevenir eventuais danos ou prejuízos patrimoniais ou de outra índole, de modo a se permitir a efectiva materialização das negociações fundadas na confiança entre as partes e garantido que o interesse em jogo é salvaguardado ou prosseguido a partir da constituição dessas determinadas obrigações de comunicação, informação ou esclarecimento.

Ou em alternativa, a fonte desse dever de informar não resulta diretamente de um negócio com tal conteúdo prescrito, emergindo de simples factos cuja existência implica a

aplicação de normas que exigem condutas de informar, estatuídas em cláusulas gerais legais ou em lei estrita²⁷⁴.

Seja no quadro do Direito do contrato de seguro ou o dos contratos subjacentes à relação bancária, os deveres de informar efetivamente têm uma base legal e podem ser classificados como deveres legais, alegando-se no caso especial dos deveres da instituição financeira para com o cliente/investidor, uma vez que são essencialmente uma realidade pré-contratual, não pode o contrato celebrado ser sua fonte, na medida que tais deveres se impõem antes mesmo de qualquer celebração contratual, sendo o contrato uma realidade posterior²⁷⁵.

Em todo o caso, uma parte considerável da doutrina²⁷⁶ e jurisprudência²⁷⁷ portuguesa tem entendido em sentido diferente, não excluindo a base legal dos deveres de informar, mas dizendo que, tal não significa que seja afetada a sua natureza obrigacional. É verdade que, uma grande maioria dos contratos cujo seu objeto visa a prestação de serviços financeiros não se assemelham a outros contratos, como de aconselhamento económico ou jurídico, onde efetivamente a informação a prestar é o resultado do conteúdo do negócio jurídico celebrado. E como referimos no capítulo anterior e voltaremos a verificar no ponto seguinte do presente capítulo existe no âmbito da relação jurídica-financeira a consagração de preceitos legais que mandam informar, um pouco como acontece na alínea d) do art. 465.º do CC (dispõem um dever do locatário de informar o tomador por vícios na coisa, de perigos ou terceiros que arroguem direitos sobre ele) ou na alínea h) do art. 1038.º do CC (prevê um leque de deveres de informação como prestações secundárias de uma principal).

Mas, tal não significa que nas relações jurídicas-financeiras, os deveres de informação que lhe são conexos sejam impostos em exclusivos por previsões legais, desligados de qualquer assunção contratual. Esta visão até é errada, pois como vimos nos pontos anteriores deste e do anterior capítulo do nosso estudo, o fundamento legal e jurídico do dever de informar é compreendido, necessariamente, como uma manifestação do

²⁷⁴ V. António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil, VI, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 675 ss.

²⁷⁵ Semin Park, The duty of disclosure in insurance contract law, Dartmouth Publishing Company, USA, 1996. p. 48-49 e 54; António Menezes Cordeiro, Direito bancário, ob. cit., pp. 436 ss;

²⁷⁶ António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil, VI, ob. cit. pp. 682-684.

²⁷⁷ Acórdão do STJ, de 14/10/1986, relator Joaquim Figueiredo, processo nº 074022 (disponível em www.dgsi.pt).

princípio geral da boa fé, aquilo que acontece, como é apontado por Menezes Leitão, a lei ou regulamentações especiais limitam-se a imporem a observância de regras da boa fé durante todo o processo de formação do contrato, por se entender, como já citado anteriormente, que o mero facto de se entrar em negociações é suscetível de originar uma situação de confiança na outra parte, confiança que deve ser tutelada pela ordem jurídica, mesmos antes da efectiva constituição de um contrato²⁷⁸.

Logo, os deveres consagrados em preceitos legais gerais especiais não serão mais que o resultado de obrigações que sempre existiriam no quadro do direito dos contratos, por força do princípio da boa fé inerente a qualquer relação contratual, impondo-se um modelo comportamental pautado pelos cânones da lealdade e da probidade²⁷⁹, visível no instituto da *cic*, previsto no art. 227.º do CC que, constitui um dever específico onde se pode inserir o dever de informação.

O dever de informação tem, assim, uma base legal, mas a sua natureza é tendencialmente contratual, pois tal dever não é nunca desligado de uma putativa relação contratual. Em sentido contrário, no caso de estipulados deveres especiais para um respeito conjunto contratual costuma-se negar tal natureza contratual, afirmando-se que se trata de deveres anteriores à constituição de um contrato, logo não poderá este ser a fonte de tais deveres se não existia no momento em que estes se exigem.

Porém, tal entendimento corresponde a uma visão das relações contratuais demasiado rígida, pois é certo que estamos a falar de deveres pré-contratuais, inseridos na fase negociatória e na fase decisória²⁸⁰, que embora sejam anteriores à existência de contrato em si mesmo, são derivados de uma putativa ou eventual relação contratual futura, visando exatamente acautelar fins e interesses dessa relação a constituir. Deste modo, os deveres de informação são uma realidade eminentemente contratual, pretendendo garantir uma relação contratual, permitindo às partes decidir livre, esclarecida e conscientemente

²⁷⁸ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, volume I, ob. cit., p. 373. No mesmo sentido, Ana Prata (*Dicionário Jurídico*, vol. I, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2008, p. 490) refere que os deveres emergentes da boa fé na fase preliminar se traduzem "*na imposição de comportamentos, positivos e omissivos, a um sujeito determinado fase (e no interesse de) outro sujeito determinado*", constituindo "*verdadeiras obrigações em sentido técnico-jurídico*".

²⁷⁹ António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 504 ss.

²⁸⁰ Mário Júlio de Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, 12ª ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 302.

se e como pretendem contratual, sendo um pressuposto do princípio da liberdade contratual, do art. 405.º do CC.

De qualquer forma, voltaremos ao tema mais à frente e assinalamos também que aqui apenas falámos do dever de informação subjacentes à formação de uma relação contratual entre duas partes, havendo no Direito dos mercados financeiros a estipulação de deveres essencialmente legais, nomeadamente aqueles que visam a divulgação de informação para o mercado em geral.

1.5. Objeto do dever de informação

Chegados até aqui, resta nos abordar aquilo que será o objeto do dever de informar, isto é o que devem as partes vinculadas prestar à outra parte, por outras palavras qual é a informação considerada relevante a prestar. Neste âmbito, o conteúdo do dever de informação pode ser indeterminado ou predeterminado. No primeiro caso, não é possível conhecer previamente qual é o conteúdo, este só é determinável tendo em conta o caso ou a situação em concreto. Corresponde em grande medida ao dever acessório de informação imposto no n.º 1 do art. 762.º do CC, ou às informações *in contrahendo* do n.º 1 do art. 227.º do CC. Já no segundo caso, a determinação do conteúdo do dever já se encontra determinável previamente em abstrato²⁸¹.

De qualquer forma, a informação prestada deve corresponder um mínimo imprescindível de modo a ser efetivamente cumprido o dever de informação, para tal no art. 7.º do CVM é exigido a prestação de informação *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita*. O facto de se tratar de conceitos indeterminados representa um risco de resultarem interpretações subjetivas sobre a qualidade da informação a prestar²⁸². Neste sentido, a necessidade de uma densificação e uniformização destes conceitos foi levada a cabo na legislação europeia²⁸³, formando uma específica de elementos base ou mínimos que

²⁸¹ António Menezes Cordeiro, *idem*, p. 677.

²⁸² Em todo o caso, é possível encontrar na doutrina uma densificação do conteúdo do conceito de cada uma destas exigências do art. 7.º do CVM, V., especialmente, Carlos Costa Pina, *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeito no mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pp. 39-48; João Andrade Nunes, *Os Deveres de Informação no Mercado de Valores Mobiliários: o prospeito*, in *Revista de Concorrência e Regulação*, Coimbra, Ano 6, nº 23-24, julho-dezembro 2015, pp. 192-193; Pedro Boullosa Gonzalez, *Qualidade da Informação*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 9, Dezembro 2014.

²⁸³ A. Barreto Menezes Cordeiro (em *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 227) refere que o legislador europeu “*optou por apontar, de forma expressa e não raramente individualizada (...) a informação a disponibilizar, por recurso a modelos tipificados*” e indica como exemplos: o Regulamento (CE) n.º 809/2004, de 29 de abril, relativo à informação a constarmos prospectos de investimentos; e o

devem ser considerados no cumprimento do dever de informação. Porém, é deixando sempre um espaço em aberto a preencher consoante a realidade concreta, de modo a possibilitar uma maior sustentabilidade de todo este normativo.

Assim, diremos que a informação, seja ou não predeterminada, deverá corresponder a todos os factos considerados relevantes em relação à situação material em concreto, ou seja, de todos os aspetos que fase ao caso em hipótese se revelem essenciais ao conhecimento da realidade material e consequentemente à tomada de decisões e funcionamento do próprio mercado.

Mas daqui surge um outro problema, o de saber se a parte adstrita a esse dever de informar, o deve executar fornecendo todas as informações que são do seu conhecimento, ou se, também deve procurar fornecer factos e dados que, não são logo à partida do seu conhecimento. Isto é, se só se configura o dever de informar em relação aos factos que o declarante conhece realmente ou também aos que este não conhece e deveria conhecer?

A resposta a tal questão varia consoante o sujeito vinculado a esses deveres, no caso do cliente/investidor diremos que deverão ser meramente os factos relacionados com a sua capacidade ou risco financeiro que, são do seu efetivo conhecimento ou lhe são acessíveis conhecer, mediante uma ordinária diligência.

Já no caso das instituições financeiras, tendo em conta a posição que assumem na relação contratual, a sua maior experiência, o modo profissional como contratam, as suas capacidades mais técnicas e o facto do escopo do contrato ser da sua disposição, diremos que, estará adstrito a prestar todas as informações que são por ele conhecidas ou deve conhecer, deste modo, a sua ignorância em relação a um fato omitido ou incorreto, ao contrário do tomador, não é legítima, pois este dever de *'informar pour informer'*, não admite ignorância culposa, dada a diligência superior que lhes é exigido²⁸⁴.

Claro que, isto, não invalida a aceitação da situação da ignorância quando legítima, não esquecendo que todos os deveres têm os seus limites, no caso da informação

Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de agosto, relativo à informação a prestar ao mercado e autoridades competentes;

²⁸⁴ Muriel Fabre-Magnan, Duties of disclosure and French contract law: contribution for an economic analysis, in BEATSON, Jack; FRIEDMANN, Daniel (Eds.), Good faith and fault in contract law. 1995. Clarendon Press, Oxford, 2002, pp. 99-120.

correspondem à efectiva impossibilidade de acesso ou ao excesso dos custos²⁸⁵, que a sua obtenção acarreta. Ou seja, embora o dever de informação seja recíproco, devendo se procurar informar para informar, o modo como tal exigência de dever de informar é imposta depende do nível de diligência atribuído a cada parte, mas a ideia base é que, se deve exigir informar para informar sempre que é acessível ao agente a obtenção da informação, podendo este evitar o estado de desinformação ao custo mais baixo (*cheapest cost avoider*)²⁸⁶.

Pois, se as partes devem (e tem de) conhecer todos os factos relevantes e pertinentes para formarem uma decisão completa, objetiva, racional e esclarecida o mais possível, de modo a selecionarem o negócio que melhor satisfaça o seu interesse, a informação funciona como um trunfo, mas deve ser utilizada, dentro de determinados limites, como elemento de transação na própria negociação - *segredo é a alma do negócio*.

É assim, relevante questionar qual deve ser a amplitude dos deveres de informação pré-contratuais a que cada parte está obrigada na negociação e celebração de um contrato e ponderar se devem existir limites aos mesmos e se sim, quais devem ser então esses limites. Mas, a resposta a tal questão não é de todo uniforme, dependerá sempre do tipo de contrato em causa e das contrapartes em acção e, é por isso que têm surgido em diversas áreas do direito, diferentes regulamentações mais ou menos extensas relativas a deveres de informação pré-contratuais, em especial onde se verifica existir um desequilíbrio entre partes com múltipla informação e forte poder negocial e partes vulneráveis, com menos informação e fraco poder negocial – como é o caso dos mercados financeiros.

Passando, a ser se mais exigente sobre a amplitude e qualidade de informação a fornecer, como é o exemplo do previsto nos já invocados contratos celebrados por via de intermediação financeira – n.º 1 do art. 7.º do CVM – ou dos contratos celebrados com consumidores – art. 8.º da LDC. Evitando que ao nível do DMF, onde se tem verificado

²⁸⁵ Fala-se de Custos de Transação, nas palavras de Fernando Araújo (Introdução à Economia, ob. cit., p. 553), "são todos os custos em que se incorre na troca de utilidades e na afetação comutativa de recursos, quando se busca uma contraparte, se negocia com ela, se preveem e supervisionam as contingências do cumprimento (...) sendo que se pode subsumir a essa categoria mais geral, entre tantos outros, os custos de busca de oportunidades de troca, os custos de determinação dos preços relevantes e de identificação das partes interessadas, os custos de negociação, os custos de definição dos direitos em jogo, os custos de elaboração e de cumprimento dos contratos, custos de coordenação nos processos de decisão coletiva, custos de motivação na aplicação de tempo escasso a prossecução de interesses".

²⁸⁶ Muriel FABRE-MAGNAN, *idem*, p. 106.

um movimento de cada vez maior uniformização e de cada vez maior oferta de serviços financeiros de elevado grau de complexidade e tecnicidade, se fique sujeito apenas às regras gerais do Direito Civil (art. 227.º do CC), assente em conceitos indeterminados e carente de concretização caso a caso, consoante os diversos elementos e fatores a ter em conta, como as características concretas de cada parte, o tipo de negócio a ser celebrado, os tipos de riscos associados a cada contrato – mas sempre mantendo como referência a necessidade de atuar segundo os ditames da boa fé²⁸⁷.

Porém, se recordarmos aquilo que foi apresentado e enunciado no capítulo anterior à cerca da qualificação do investidor como consumidor e das diferentes classificações de investidores, entendemos que a forma como o dever de informação deve ser cumprido, varia consoante a figura do destinatário em hipótese. Daí que a verificação dos estabelecidos parâmetros que permitem averiguar do cumprimento dos deveres, assente em standards de comportamento, com a finalidade de verificar se a acção exercida por quem deve prestar tais deveres permitiu a apreensão do seu conteúdo fundamental para a formação da vontade negocial, não deve incidir apenas em elementos objetivos e deixar de atender às características pessoais do seu destinatário²⁸⁸.

Ou seja, no preenchimento dos deveres de informação, que depende da verificação de critérios interpretativos de modo a apurar se tais deveres foram efetivamente cumpridos na sua completude e exigência ao caso concreto, é necessário considerar quer às circunstâncias inerentes à construção contratual e ao objeto contratual em causa, quer as características e circunstâncias do caso concreto, como a qualidade com que as partes atuam, a relação estabelecidas entre elas e a complexidade técnica do objeto do contrato²⁸⁹.

Isto quer dizer, que o cumprimento dever de informação exigido pelos ditames da boa-fé, fruto da vulnerabilidade originária decorrente das relações jurídicas reguladas pelo Direito dos mercados financeiros, é moldado e dependerá sempre das circunstâncias do

²⁸⁷ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos I*, ob .cit., pp. 192 e ss.

²⁸⁸ Vítor Macedo dos Santos, *Os deveres de comunicação e de informação na contratação com base em cláusulas contratuais gerais*, ob. cit, p. 981.

²⁸⁹ É necessário avaliar a qualidade das partes em hipótese, tendo em consideração, no âmbito da negociação e contratação, as suas características económicas, sociais, técnicas e pessoais. V. Vitor Macedo dos Santos, *idem*, p. 982. Atendendo à natureza e âmbito do serviço a prestar e ao tipo de instrumento financeiro ou operação previstos, incluindo a complexidade e os riscos inerentes aos mesmos – n.º 2 do art. 314.º-B do CVM.

caso em concreto²⁹⁰. Neste sentido, como supramencionado, adotou-se o modelo que impõem aos intermediários financeiros o dever de adequação das intenções de investimento do seu cliente, salvo se tiver assegurado à partida que este apresentava uma capacidade geral e específica para avaliar os riscos inerentes a uma operação financeira, nomeadamente os riscos relativos ao investimento – arts. 314.º e 314.º-A do CVM.

Adotando-se uma série de índices relativamente aquilo que no nosso ordenamento jurídico classificamos como um investidor qualificado, como por exemplo a partir de elementos de natureza quantitativa, no facto de se tratar de agentes profissionais ou financeiramente conhecedores e pela complexidade financeira associada ao seu historial de investimentos²⁹¹. E consequentemente o intermediário financeiro deve oferecer ao investidor apenas os serviços e os instrumentos financeiros adequados ao seu perfil, devendo para efeito realizar previamente o teste de adequação²⁹².

Contudo, importa, ainda, salientar que independente da maior ou menor amplitude do objeto do dever de informar, é necessário determinar aquilo que é informação, isto é, o que está compreendido no conceito de informação e no âmbito do qual se retira os factos que se deve aujizar dever prestar no âmbito de uma determinada relação contratual.

²⁹⁰ O dever de informar será tanto mais amplo quanto mais uma das partes não possuir conhecimento específico sobre o assunto negocial. Nas palavras de Sinde Monteiro esta “*noção de exigibilidade tem aqui uma função de correção, permitindo ter em conta valorações individuais, orientadas por pontos revista de equidade, e criando, portanto, a possibilidade de incluir na ponderação outras valorações sem uma classificação sistemática precisa*”. Cfr. Jorge Ferreira Sinde Monteiro, Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações, ob. cit., pp. 362-363.

²⁹¹ V. Gonçalo André Castilho dos Santos, A responsabilidade civil dos intermediários financeiros perante o cliente, ob. cit., p. 51;

²⁹² Só não é obrigado a realizar o teste de adequação quando o investidor, por sua iniciativa, der uma ordem de compra ou venda de ações que sejam negociadas em mercado regulamentado ou sobre qualquer outro instrumento financeiro considerado não complexo, mas deve sempre informar o investidor por escrito de que, nesse caso, não está obrigado a avaliar a adequação do instrumento em causa (n.º 1 do art. 314.º-D do CVM). Mas, se a ordem recaí sobre quaisquer instrumentos financeiro complexos, o intermediário financeiro é obrigado a fazer o teste de adequação e a avaliar os conhecimentos e a experiência do investidor em bolsa, a menos que o mesmo seja tratado como investidor qualificado, por se presumir que o investidor qualificado tem os conhecimentos e a experiência necessários (n.º 3 do art. 314.º-B do CVM). No entanto, o intermediário financeiro mantém sempre o dever de realizar o teste de adequação podendo, porém, solicitar apenas informação relativa à situação financeira a aos objetivos de investimento do cliente, se estiver em causa a prestação de serviços de gestão de carteiras ou de aconselhamento (n.º 1 do art. 314.º-A do CVM). Cfr. Brochura sobre a Adequação do Instrumento Financeiro ao Perfil do Investidor de Outubro de 2012, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Adequacao%20do%20Instrumento%20Financeiro.pdf>. Porém, relativamente ao teste de adequação, o seu regime sofrerá uma revisão a respeito do modo e forma de prestar a informação e ampliação das informações a pedir aos clientes, por força da transposição da DMIF II (infra 4.2.1.).

Por outras palavras, é antes de mais necessário saber se conceito de informação se basta com a mera transmissão ou comunicação de factos objetivos²⁹³ que, deve respeitar os requisitos dispostos no n.º 1 do art. 7.º. Ou se tal conceito abrange também a prestação de conselhos ou recomendações, se a comunicação de certa informação se estende à oferta de uma proposta de conduta ou de uma orientação de adoção de certos comportamentos²⁹⁴.

Para nós a resposta a esta questão dependerá sempre de uma análise casuística, podendo o dever de informação por força das circunstâncias do caso concreto ir além da comunicação de factos e incluir a transmissão de conselhos ou recomendações para permitir um verdadeiro esclarecimento contratual da contraparte e a formação de uma vontade contratual totalmente esclarecida. Parece nos aliás que é isto que vai ao encontro ao supramencionado dever de adequação impostos aos intermediários financeiros e do disposto no n.º 2 do art. 7.º do CVM, segundo o qual os requisitos do n.º 1 desse mesmo artigo se estendem a todos os meios de divulgação e aos casos onde haja transmissão de informação inserida em conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco.

Neste preciso sentido, por um conceito lato de informação a ser prestada dependendo de cada caso em concreto, Carlos Costa Pina²⁹⁵ considera que mesmo tendo em conta que o conselho ou recomendação assumem uma valoração distinta da mera comunicação, por visarem a adoção de certas condutas, não deixam de poder ser compreendidos no âmbito da informação, como decorrentes da comunicação. Desde que, no caso em concreto tal decorrência se demostre essencial ou precisa para a devida proteção dos investidores, o bem jurídico que se visa acautelar pela imposição destes deveres de informação.

²⁹³ Na defesa de um conceito estrito de informação, podemos citar Sinde Monteiro, para quem a informação “(...) em sentido estrito ou próprio, é a exposição de uma dada situação de facto, verse ela sobre pessoas, coisas, ou qualquer outra relação. Diferentemente do conselho e da recomendação, a pura informação esgota-se na comunicação de factos objetivos, estando ausente uma (expressa ou tácita) proposta de conduta”. Cfr. Jorge Ferreira Sinde Monteiro, *idem*, pp. 14-15.

²⁹⁴ Neste sentido, para Eduardo Paz Ferreira, a informação será “(...) dar forma a alguma coisa que, por esse modo, se torna cognoscível e, como tal, transmissível. Assim, informação designa simultaneamente o processo de formulação e transmissão de objectos de conhecimento e estes últimos como conteúdos”. Cfr. Eduardo Paz Ferreira, Informação e Mercado de Valores Mobiliários, in Separata da Revista da Banca, n.º 50, julho/dezembro de 2000, p. 11.

²⁹⁵ Cfr. Carlos Costa Pina, Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeito no mercado Primário de Valores Mobiliários, *ob. cit.*, p. 32.

2. Regulação Pública da Informação

Seguindo a lógica anteriormente exposta, o bom funcionamento dos mercados financeiros, de forma racional, eficiente e conveniente, dependerá da existência de uma necessária e imperiosa distribuição mais simétrica possível de informação entre os seus agentes. Por sua vez, a simetria informativa, torna necessário não prescindir de uma intervenção pública nesta área, por via a garantir a regulação do exercício da divulgação de informação e assegurar a acuidade da informação divulgada no mercado. Porém, coloca-se a questão de como é conduzida essa regulação da informação de modo a prevenir a falha de mercado – assimetria financeira – enunciada nos pontos anteriores. Ou seja, quais são os remédios impostos para corrigir tal falha?²⁹⁶

2.1. Génese Histórica

Antes de mais, importa verificar qual foi a evolução histórica que levou à assunção da ideia pela regulação da informação nos mercados financeiros, através de uma ativa intervenção pública, de modo, a fazer cumprir a ideia da informação como tendo natureza de bem público, permitindo um funcionamento eficiente e racional do mercado e fazer fase aos problemas associados aos efeitos da distribuição assimétrica da informação.

Sendo, que a ideia da regulação do mercado da informação segue a linha temporal-evolutiva da própria regulação financeira que, começou a entrar na ordem do dia para a prevenir outras eventuais falhas do mercado, abrangendo nesse âmbito, o modo de garantir um fluxo contínuo de informação, seja para servir de protecção da confiança dos investidores, a favorecer decisões de investimento informadas, a acautelar um funcionamento mais eficiente dos mercados ou a tornar mais remota a celebração inadvertida de negócios a preços desajustados²⁹⁷.

²⁹⁶ A partir deste ponto, o nosso estudo deixará de abordar o Direito dos mercados financeiros no seu todo, ou seja, se até aqui abordámos de uma forma global o Direito dos seguros, Direito bancário e o Direito dos valores mobiliários, vamos agora passar a incidir quase em absoluto apenas no âmbito destes dois últimos. Uma vez que a disciplina do presente estudo compreende precisamente aquele que é o objeto e disciplina do Direito Bancário e do Direito dos valores mobiliários.

²⁹⁷ John C. Coffee Jr. (em *Securities Regulation*, in *Cases and Materials*, 11.ª ed., Foundation Press, 2009, pp. 2 ss.) elenca uma combinação de oito factores que fundamentam a imposição de um sistema regulatório assente na divulgação de informação: *protecção dos consumidores, necessidades informativas dos investidores, inexistência de incentivos para divulgação de informação, eficiência na alocação de recursos, governação e "custos de agência", estabilidade financeira, crescimento económico e competitividade do mercado*. De certo modo correspondem aos fundamentos do dever de informação referidos no ponto 1.1. do presente capítulo.

A necessidade de uma regulação do mercado da informação desenvolveu-se num ambiente de excessos, pânico ou repulsa provocados por bolhas especulativas e *crashes* financeiros. Algo especialmente marcante do início da década de 1930, durante o período da Grande Depressão, após o *crash* dos mercados de 1929. Onde paulatinamente se verificou um afastamento da concepção liberal (*limited government*) de inexistência de qualquer intervenção pública reguladora, sobre o regular funcionamento dos mercados, entregues por completo aos cuidados da sociedade civil e ao normal funcionamento da 'mão invisível' - em linguagem economicista fala-se de uma operacionalidade auto-correctiva - dos próprios mercados²⁹⁸.

Ou seja, a partir da crise financeira de 1929 passou a ganhar força a defesa da negação da visão puramente liberal do funcionamento dos mercados, centrada em princípios de liberdade e de autorresponsabilidade, que entendia qualquer regulação administrativa como atentatória dos direitos de liberdade, propriedade, de livre iniciativa e de livre contratação. E consequentemente começou a ganhar força a ideia de promoção de uma política de regulação estatal dos mercados para proteção dos produtores, consumidores e da concorrência, como forma de responder às consequências negativas originadas pelo crash financeiro que marcou os inícios dos anos 30 do século XX. Visando evitar-se a repetição de tais consequências que em grande parte foram originadas por atividades imprudentes (e até fraudulentas) levadas a cabo em *Wall Street*, perante o inativismo liberal em voga.

Desta forma, a regulação financeira foi o remédio encontrado para proteção das próprias instituições, investidores e consumidores e, visando refortalecer a confiança no funcionamento dos mercados financeiros. Assistiu-se, assim, a um gradual aumento da regulação financeira, com manifestações também ao nível da própria regulação da informação ²⁹⁹, promovendo a "*produção, a distribuição e a circulação da*

²⁹⁸ Sobre esta matéria cfr. Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., pp. 260 ss.

²⁹⁹ A regulação da informação, como supramencionado no capítulo anterior, é do âmbito da regulação comportamental, trata-se da atuação pública de regulação e de supervisão das condutas das instituições nos mercados financeiros. Distinta de uma supervisão prudencial, que visa acompanhar a actividade das instituições supervisionadas, vigiar a observância das normas prudenciais que disciplinam a sua actividade, emitir recomendações e determinações específicas para que sejam sanadas as irregularidades detetadas, sancionar as infrações praticadas e tomar providências extraordinárias de saneamento. Para um maior aprofundamento desta matéria cfr. Rute Saraiva, *idem*, ou João Calvão da Silva, *idem*.

informação"³⁰⁰, de modo, a permitir ao investidor realizar as suas operações num mercado eficiente, livre de assimetria informativa.

A regulamentação da informação, tendo, em conta o contexto da época atrás enunciado, desenvolveu-se nos EUA com o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934³⁰¹, impondo-se pela divulgação e disseminação de informação (*total disclosure of information*) aos aforradores/acionistas, sem qualquer juízo de mérito da oferta ou capacidade financeira do seu emitente, mas a mera fiscalização do cumprimento dos deveres de informação³⁰².

Esta ideia não deixa de visar a protecção simultânea da actividade dos produtores e a posição dos investidores e, tem como base uma linha *investidor oriented*, isto é, não se desresponsabilizava os próprios investidores de manterem uma posição de especial diligência, garantindo-se é estarem reunidas condições para que atuem nos mercados de forma diligente (*myth of legal informer layman*)³⁰³.

O exemplo legislativo dos EUA foi seguindo na Europa, com os diferentes Estados Europeus a adotarem uma política de regulação da informação, a partir da disseminação da informação (transparência) e aprofundamento da vertente regulatória *hardware* repressiva ou sancionatória (num dilema regulatório que confronta diretamente direitos liberdades e garantias materiais e procedimentais dos administrados). Aplicando um sistema de *full disclosure*, não existindo uma verdadeira análise do mérito (da oferta económica ou solidez financeira do emitente), mas uma simples verificação do cumprimento dos deveres de informação³⁰⁴.

³⁰⁰ Maria Leitão Marques, Concorrência e regulação. A relação entre a Autoridade da Concorrência e as Autoridades de Regulação Sectorial, Coimbra, 2005, pp. 248 e 518 ss.

³⁰¹ Antes da regulação federal dos mercados, a prestação da informação para defesa dos investidores por via de uma intervenção administrativa, como forma de suprir as deficiências federais nesta matéria (como ao nível da regulação de emissões e licenciamento de bancos), surgiu previamente ao nível dos Estados Federados com as chamadas *Blue Sky Laws*, isto é de comissões nomeadas pelos Governadores dos Estados e aprovadas pelo Parlamento como seus órgãos *ad hoc* que visavam controlar (podendo mesmo vetar) a emissão de licenças ou registos (autorizações) na falta de *promise of a fair return* (expressão adaptado de uma sentença judicial de então, *Hall vs Geiger-Jones*). Cfr. Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade e intervenção pública, em Direito dos valores Mobiliários, ob. cit., pp. 69-74.

³⁰² Resultava das sections 13 (a) e 15 (d) do *Securities Exchange Act*, a obrigação de disseminação material da *nonpublic information*, para mais desenvolvimentos v. The International Organization of Securities Commissions (OICV-IOSCO), Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, Statement of the Technical Committee of the IOSCO, outubro de 2002.

³⁰³ Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., pp. 684.

³⁰⁴ Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade e intervenção pública, ob. cit., pp.69-78.

Deste modo, o risco inerente a um investimento não é anulado na totalidade, mas ao se assegurar condições informativas, apenas se procura tornar mais transparente ou visível esse risco para os potenciais investidores poderem tomar uma decisão esclarecida e racional. Configurando um verdadeiro Estado Regulador baseado em standards decorrentes de acordos e consensos governamentais, num responsável ou *incentive bases regulation* em que os agentes sociais e de mercado se deveriam sentir motivados através de medidas de *self-empowerment* na administração e condução de mercados ou competências (em detrimento da *command and control regulation*)³⁰⁵.

Tendo, no âmbito da regulação da informação se registando uma crescente influência das instituições europeias em matérias financeiras e bancárias, motivo para que se tenha anteriormente adoptado uma postura descentralizadora da regulação, a partir da aposta em políticas de autorregulação ou de persuasão a tomada de certos comportamentos (*steering*) e, tenha-se adoptado hoje no quadro da UE uma configuração de um Estado-Regulador, com base em acordos e consensos governamentais³⁰⁶.

Importa, ainda, indicar que a recente crise financeira mundial de 2007/2010 tem no seu contexto, causas, circunstâncias e consequências uma clara correspondência ou paralelo com o contexto histórico dos mercados pós-1929³⁰⁷. Da mesma forma, que na ressaca do caos financeiro e económico que afetou os mercados de forma drástica se levantou a bandeira da regulação pública dos mercados como a solução ou meios e defesa na prevenção de crises futuras, esta mesma lógica também ganhou uma nova ‘vida’ no contexto recente de crise financeira da primeira década do século XXI. Nomeadamente através de uma reavocação da regulação em especial em matérias que se encontravam

³⁰⁵ *Idem, ibidem.*

³⁰⁶ António Carlos dos Santos, *Direito Económico*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, pp. 431-437.

³⁰⁷ Quer no final da década de 20 do século XX, quer na primeira década do século XXI, o funcionamento dos mercados foi marcado por um ponto em comum: “*pela desregulação do mercado financeiro global e pela total subordinação da ética e do bom senso à busca do maior lucro*”. (Cfr., sobre os antecedentes da crise financeira do século XXI, António Menezes Cordeiro, A tutela dos consumidores de produtos financeiros e a crise mundial de 2007/2010, in ROA, Ano 69, n.º 3-4, julho-dezembro de 2009, pp. 609-612). Isto porque, ao longo da segunda metade do século XX se verificou uma tendência de cada vez maior desregulação da economia, como se constata por exemplo na gradual liberalização das taxas de juro, que na nossa ordem jurídica ocorreu a partir do Aviso n.º 3/93 de 20 de maio que permitiu o estabelecimento livremente pelas instituições de crédito e sociedades financeiras das taxas de juro associadas às suas operações, salvo no caso em que sejam fixadas por diploma legal.

fora das teias da regulação, do reforço dos sistemas e mecanismos de regulação e da redefinição das estruturas de regulação³⁰⁸.

Quer isto dizer que, as preocupações e os objetivos subjacentes na supra referida génese histórica da regulação desencadeada nos anos 30 do século XX vão ao encontro da ideia-base presente nas recentes movimentações legislativas – como é o caso das DMIF e DMIF II - de resposta ou reação à primeira grande crise financeira do século XXI: de procura por um reequilíbrio de forças nas relação entre quem investe ou procura investir e quem atua profissionalmente nos mercados na procura de captar investimento e pretendias investidores³⁰⁹.

2.2. Princípios Reguladores

A ideia que se retira da análise da génese histórica da regulação da informação é do fortalecimento da atividade regulatória, como ‘velha’ atividade interventora do Estado, centrado não em princípios de autorregulação e autorresponsabilidade, mas de princípios direcionados para a defesa dos interesses e direitos do público investidor. Nas palavras de Paulo Câmara³¹⁰ visa-se *"prosseguir objetivos de proteção dos investidores, de robustecimento da governação, de defesa do mercado e de prevenção de ilícitos"*.

Objetivos com suporte programático e legitimidade constitucional, nomeadamente relativos a princípios orientados para a defesa do consumidor (als. b) e i) do art. 81.º), de promoção da eficiência e do regular funcionamento dos mercados (al. f) do art. 81.º), controlo da qualidade e quantidade da informação (al. f) do art. 81.º) e prevenção de risco sistémico (arts. 81.º e 101.º)³¹¹.

Posto isto, seguindo a lógica de Luís Guilherme Catarino³¹², podemos apontar a existência de 4 grandes princípios programáticos da intervenção pública reguladora:

³⁰⁸ Hugo Rosa Ferreira, Algumas questões de teoria do Direito na regulação dos mercados financeiros, Relatório de Mestrado no seminário de Teoria do Direito Público e Privado, sob regência do Professor Pedro Barbas Homem, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2009, p. 4.

³⁰⁹ Paulo Câmara, Manual de Direito Financeiro, ob. cit., p. 249 e Crise Financeira e Regulação, in ROA, Ano 69, n.º 3-4, julho-dezembro de 2009, pp. 727-728.

³¹⁰ Paulo câmara, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 703- 706.

³¹¹ Artigos da CRP.

³¹² Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade é intervenção pública, ob. cit., pp. 68-69.

A) Princípio da Transparência

A transparência é um dos objetivos basilares da lógica da promoção de deveres de informação nos mercados financeiros, ao ser essencial à proteção dos consumidores, investidores e da própria eficiência informativa dos mercados. Transmitindo a ideia de quanto mais informação esteja disponível, menor serão as assimetrias informativas e maior serão proporcionalmente o número de decisões informadas em investir. Enquanto inversamente, se reduzirá a realização inadvertida de negócios a preços desajustados, potencializado conseqüentemente um mais eficaz funcionamento dos mercados. Ou seja, a imposição de divulgação de informação visa criar a ideia de um mercado credível, aberto, transparente ou limpo, bem diferente da realidade muitas vezes retratada na literatura ou no cinema, marcados por sombrios jogos de bastidores. Distinguindo o mundo dos mercados financeiros do ambiente típico de casas de jogo ou apostas, ganhando credibilidade e fomentado a confiança dos investidores ou consumidores nos mesmos. Diminuindo problemas de relacionamento entre o emitente (principal) – ou o intermédio financeiro ao seu serviço – e o investidor (agente)³¹³.

Esta exigência de uma prestação periódica e contínua de informação com vista à transparência dos emitentes e do próprio mercado, é uma preocupação antiga do Direito Europeu, sendo, vários os relatórios europeus e as diretivas europeias que se posicionam nesse sentido. Como é o caso da chamada Diretiva da Transparência³¹⁴, onde se defende a *"existência de mercados (...) eficientes, transparentes e integrados que contribui para um mercado único (...) e promove o crescimento (...) através de uma melhor afetação dos capitais e de uma redução dos custos"*³¹⁵.

No sentido do reforço da transparência da atividade financeiro e recuperação da confiança dos agentes do mercado, na legislação portuguesa podemos apontar entre outros o DL n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, que ampliou os deveres de informação na atividade bancária, em especial através do aumento as exigências informativas relativamente à

³¹³ "transparency is hallmark of modern capitalism (...) yet among our leading financial institutions, opacity, not financial transparency, has been on the rise". Cfr. Dirk Heremans, Regulation of Banking and Financial Markets, in Encyclopedia of Law and Economics, 1999, pp. 954 e ss.

³¹⁴ Celina Carrigy / Cristina Dias, A diretiva da Transparência, CMVM, nº 25, 2006; e Hugo Moredo Santos, Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos, Coimbra Editora., Coimbra, 2011, pp. 71-78;

³¹⁵ Diretiva de Transparência, considerando (1).

comercialização de produtos financeiros completos³¹⁶ (n.º 1 do art. 2.º do referido DL). Assim, como o Aviso do BdP n.º 10/2008, que aprofundou as exigências informativas relacionadas com a divulgação de serviços bancários, em particular através da sujeição de aprovação de mensagens publicitárias pela autoridade de supervisão competente. Contudo, é de apontar que esta tendência legislativa de uma maior transparência, na disponibilidade do livre acesso à Informação, pode entrar em colisão com a ideia da confidencialidade³¹⁷, exigida pelos mecanismos de sigilo ou segredo profissional³¹⁸.

B) Princípio da Eficiência

Como anteriormente enunciando, as exigências de divulgação de informação têm como base a ideia de quanto maior abertura do mercado no acesso à informação, maior eficiência existirá. E por consequente quanto mais rigorosa for a informação mais eficiente será o funcionamento do mercado, pois mais eficientes serão as decisões dos investidores, do ponto de vista da alocação dos seus recursos. Este paradigma da eficiência dos mercados (*efficient-market hypothesis*) é interpretado dentro de uma análise económica do direito pela circunstância dos preços nos mercados incorporarem a informação disponível. Isto é, se a informação recolhida e fornecida ao investidor levar à conclusão que determinado produto ou ativo está subavaliado, haverá uma tendência para a sua aquisição, levando isto, a um possível aumento da procura que por sua vez levará a um aumento dos preços. O mesmo acontecerá inversamente, com a queda dos preços, ao se registar um desinvestimento (diminuição da oferta) se apura uma determinada sobreavaliação (imagine-se o caso de uma entidade ou instituição que registe problemas ao nível da sua situação financeira).

³¹⁶ No preâmbulo do DI n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, consta como objetivo a alcançar o “*nivelar os deveres de informação sobre produtos financeiros complexos, exigindo-se que a informação seja completa e clara de modo a permitir ao público o efetivo conhecimento das suas características e riscos, impondo-se o dever de entrega ao investidor de um documento informativo em linguagem clara, sintética e compreensível que expressamente identifique o produto como produto financeiro complexo. Passa, ainda, a ser obrigatória a aprovação pelas autoridades de supervisão das mensagens publicitárias relativas a este tipo de produtos. Sem prejuízo, remete-se para lei especial a definição de um regime jurídico aplicável à emissão e comercialização de produtos financeiros complexos*”.

³¹⁷ O chamado ‘*The right to privacy*’ enunciado na Havard Law Review, por D. Warren e Louis Dembitz Brandeis, *apud*, em Teresa Anselmo Vaz e Ana Rita Paíño, Protecção de Dados Pessoais e os intermediários financeiros, in Direito dos valores mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp.593-623.

³¹⁸ Porém, dada a amplitude e complexidade das questões ligadas ao chamado sigilo em matérias de informação não nos poderemos delas ocupar em detalhe. V., por exemplo, , Anselmo s / Francisco Amaral Neto / Miguel Pedrosa Machado / Benjamim Rodrigues / Maria Célia Ramos, Sigilo Bancário, Instituto de Direito Bancário, Edições Cosmos, Lisboa, 1997.

Pois, como referido os preços no mercado tendem a refletir a informação disponível no mercado de acordo com a avaliação dos ativos em jogo. E desta forma, salienta-se a importância essencial da informação ser o mais rigorosa possível, dado ser o preço de mercado um reflexo de toda a informação que rodeia o ambiente dos mercados financeiros em questão. Sendo assim, importante o sistema de informação ser o mais rigoroso e eficaz, dado de si depender a própria eficiência dos mercados³¹⁹. Desta forma, a procura pela melhor alocação de capitais só é conseguida através de um eficaz mecanismo de regulação/supervisão e de um estruturado regime sancionatório em caso incumprimento dos deveres de informação (a chamada regulação da informação).

C) Princípio da Estabilidade

Trata-se de um objetivo macroeconómico de equilíbrio que, engloba a regularidade do funcionamento do mercado de modo estável e eficiente, no sentido de se evitar que falhas de mercado desencadeiem crises financeiras. Quer isto dizer que, a prestação de informação nos mercados visa também reduzir o risco sistémico³²⁰, portanto, tem como objetivo fomentar uma maior eficiência dos mercados, mas controlando, ainda, as variações no mercado capazes de abalar a confiança dos agentes económicos. Partindo da ideia que, o mercado não consegue de forma global se regular (equilibrar) a si mesmo, procura-se através da regulação pública combater não só às chamadas falhas de mercado, como é o caso da assimetria financeira, mas também de fazer fase à referida deficiente autorregulação.

Entrando-se no âmbito da procura de uma maior estabilidade do funcionamento dos mercados, num campo de uma regulação pública com vista não só à promoção de um equilíbrio entre valores de mercados ao nível da economicidade, como da efectiva abertura dos mercados à livre concorrência e diminuição de vantagens comparativas entre os agentes. E também de um equilíbrio nos mercados a nível social, isto é, conciliando os valores económicos de mercado - maximização do lucro - com valores como o interesse público ou os direitos dos consumidores³²¹.

³¹⁹ Corresponde á lógica apresentada e mais desenvolvida a sua explicação no supra 1.1. do capítulo III.

³²⁰ Cfr. IOSCO - International Organization of Securities, Objectives and Principles of Securities Regulation, fevereiro de 2008, pp. 5-7 (disponível em www.iosco.org).

³²¹ Sobre esta distinção sectorial da informação, Cfr. Eduardo País Ferreira e Luís Morais, A regulação sectorial da economia - Introdução e perspetiva geral, in Regulação em Portugal. Novos Tempos. Novo Modelo?, Almedina, Coimbra, 2010.

A regulação da informação é assim, justificada também ao nível da promoção e tutela da confiança, seguindo a ideia que, um mercado mais informado, é um mercado mais estável, na medida que os seus agentes têm uma maior possibilidade de a partir dos dados e conteúdos informativos ao seu alcance se precaverem relativamente ao que esperar da evolução do quadro económico-financeiro em que atuam³²².

D) Princípio da Segurança

Como referido a informação ao ser e estar disponibilizada, tende quer a aumentar a transparência do funcionamento do mercado, quer a diminuir a incerteza relativa ao resultado das decisões. Verifica-se, assim, uma minimização do risco inerente a todo o sistema, como das operações realizadas por profissionais e/ou consumidores que atuem no âmbito dos mercados financeiros. Sendo, este um dos objetivos que se procura alcançar, o de tornar não só o mercado mais transparente, eficiente e estável, mas também consequentemente mais seguro para quem procura investir – a quem se oferece determinados mecanismos, produtos ou ativos de investimento.

Pois, um mercado mais seguro transmite a ideia de uma maior confiança e segurança para o investidor e igualmente será o interesse do lado da oferta na criação deste ambiente, ao estimular a disseminação do maior número possível de informação para que o investidor saiba qual o momento de investir e a defesa entre os diversos produtos e serviços em hipótese³²³. A existência e criação destes mercados onde a informação é divulgada e deve ser frequente e rigorosa visa reforçar e transmitir confiança aos investidores, promovendo tanto a eficiência dos mercados como a proteção destes. Garantindo condições aos investidores de poderem avaliar os riscos do investimento, motivando-os a aplicar os seus fundos³²⁴.

³²² Também no preâmbulo do DL n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, consta como um dos objetivos a alcançar o “*reforço da estabilidade financeira, concretizado, igualmente, ao nível da informação que as instituições financeiras são obrigadas a prestar às autoridades de supervisão, designadamente para aferir o seu nível de exposição a diferentes tipos de instrumentos financeiros, as práticas de gestão e controlo de riscos a que estão sujeitas e as metodologias adotadas na avaliação dos seus ativos, em particular dos que não são transacionados em mercados de elevada liquidez e transparência.*”

³²³ Carlos Osório de Castro, *Informação no Direito dos Mercados de Valores Mobiliários*, ob. cit., Lisboa, 1997, pp. 333-347.

³²⁴ Neste sentido, José Nunes Pereira (no Novo Código dos Valores Mobiliários e a Protecção dos investidores, in *Caderno dos Mercados dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Edição especial sobre o Código dos Valores Mobiliários, abril de 2000, p. 81) refere que ao se “*promover a segurança no mercado, no sentido de velar pela estabilidade e saúde financeira das instituições financeiras se evita o risco sistémico. A intervenção das autoridades de supervisão neste domínio está (...) ligada à proteção dos investidores, embora de uma forma mais indireta...*”

2.3. Sistema de regulação e supervisão da informação

Na sequência de tudo o referido anteriormente, reconheceu-se no nosso Direito dos Mercados Financeiros (DMF), no domínio do princípio da publicidade ou da informação, a consagração do anteriormente referido princípio de *full disclosure*, isto é, da revelação total da informação considerada necessária e relevante para promoção do correto funcionamento, organização e crescimento dos mercados.

Sendo, assim, a informação um dos mais relevantes bens jurídicos, senão o mais importante, tutelados pelo DMF, no sentido de procura da melhor capacidade funcional e eficiente dos mercados a que as empresas (privadas ou públicas) vão buscar os capitais próprios e de risco necessários ao financiamento e desenvolvimento das suas atividades³²⁵.

Isto porque, dentro da lógica exposta até aqui, a informação nos mercados exerce um papel de garantia da proteção aos investidores, possibilitando tomar as suas decisões de investimento (ou desinvestimento) com base no valor expectável e dos riscos de cada investimento, diminuindo a probabilidade expectável de decisões erradas³²⁶. Pois, caso contrário, na ausência de proteção abre-se um caminho para o abandono pelos investidores/consumidores dos mercados, resultando na queda do lado da procura e numa consequente obstrução à expansão de tais mercados.

Mas, ao se falar em proteger os investidores a partir de um acesso adequando à informação, visa-se sobretudo, no âmbito da defesa destes como um todo, a proteção da comunidade em defesa do interesse público na eficiência dos mercados e, não tanto de proteção dos interesses individuais (e privados) dos investidores – pese embora existam disposições jurídicas que conferem verdadeiros direitos subjetivos aos investidores. Na esteira de Sofia Nascimento Rodrigues³²⁷, este princípio nuclear deve ser dividido em três grandes pilares que se complementam entre si: *o interesse público, a segurança nos mercados e a igualdade entre os vários agentes do mercado*.

³²⁵ Como escreveu Carlos Osório de Castro, em *Informação no Direito do Mercados de Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 347, quando se procura "*dar uma aplicação empresarial às suas poupanças - a transformar (...) riqueza produzida e não consumida em capital produtivo de nova riqueza*".

³²⁶ Cfr. BdP, Relatório de Supervisão Comportamental 2010, Lisboa, Departamento de Supervisão Comportamental, p. 13.

³²⁷ Sofia Nascimento Rodrigues, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 23.

Perante esta realidade, após a análise do porquê da necessidade de uma intervenção pública da informação, resta-nos verificar como é conduzida essa regulação, ou seja, como a intervenção pública reguladora intervém para prevenir ou corrigir eventuais falhas de mercado, favorecendo a segurança, transparência, estabilidade e eficiência dos mercados. Como mais à frente será especificado, a regulação da informação tem como pressuposto a imposição de deveres de divulgação e envio de informação, em todo o caso, o fim é sempre o mesmo, procurar através de uma actividade de controlo e vigilância deter a informação dita relevante ou necessária, assim como em que momento está é do conhecimento da autoridade pública e é tornada pública.

No fundo, visa-se construir uma 'rede de segurança informativa' por onde os agentes do mercado devem orientar as suas decisões e posições, sendo, tarefa do regulador criar os meios para a criação dessa rede, meios esses capazes de garantir que certa e determinada informação considerada necessária e essencial para mercado é disponibilizada ao público.

Neste sentido, fala-se ao nível europeu de um sistema disseminação e armazenamento da informação³²⁸ que visa permitir o acesso mais rápido e acessível possível, devendo para tal o Estado garantir a criação ou existência de um mecanismo oficialmente destinado para o armazenamento da informação e servir de histórico informativo década intervenientes ativo do mercado financeiro³²⁹. Este mecanismo, nos dias de hoje, é maioritariamente realizado através do recurso da Internet, que não só permite um acesso rápido, fácil e acessível como reduz os custos provenientes da tarefa de obtenção de informação³³⁰. Em Portugal corresponde ao sistema de difusão e armazenamento de informação da CMVM e do BdP, disponível de modo não-discriminatório nos seus respetivos sites de Internet³³¹.

Posto isto, surge-nos uma questão se qual é a informação considerada essencial ou necessária para o bom funcionamento dos mercados. À partida não será todo e qualquer tipo de informação, primeiro porque nem sempre é possível numa lógica custo-benefício produzir, recolher e obter todo o conteúdo sobre algo e, em segundo porque a informação em excesso também pode provocar o inverso daquilo que se pretende atingir. E por outro, lado aquilo que num momento é considerando essencial ou necessário ser conhecido,

³²⁸ Disposto na supramencionada Diretiva da Transparência.

³²⁹ Paulo Câmara, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 704-706.

³³⁰ João Andrade Nunes, Os deveres de informação no mercado de valores mobiliários, ob. cit., p. 187.

³³¹ Cfr. n.º 4 do art. 244.º, n.º 1 do art. 367.º e art. 357.º do CVM.

poderá noutro momento ser diferente, pois os mercados variam consoante a realidade e o seu contexto em curso.

Mas então, que tipo de informação o regulador impõe através de deveres de divulgação e emissão? Como, explicitado no ponto 1.5. do presente capítulo, o conteúdo exato daquilo que deve ser prestado não é possível ser determinado, aquilo que se faz é a imposição ou estabelecimento de determinados parâmetros de informação que deve ser divulgada no mercado e produzida³³².

Por agora, importa reter que, dentro da prossecução das competências do seu mandato legislativo, o regulador, como autoridade pública administrativa, é o responsável por indicar qual o ponto e parâmetros da sua actividade de regulação e de supervisão. Nomeadamente de determinar o que publicar, quando e como, através da imposição de obrigações de prestação e divulgação e de prévias autorizações ou aprovações de publicitação. Isto significa, que é o regulador o responsável por definir o âmbito prático da regulação da informação, porém, este âmbito dependerá (ou deverá depender) também da análise do custo e efeitos económicos a gerar pela intervenção pública nas normas e decisões regulatórias a tomar.

Devendo existir um juízo de prognose, no sentido de utilização pelo regulador dos recursos mais eficientes e económicos racionalmente, é por isso que, se fala numa procura pela proporcionalidade entre a vantagem da imposição aos regulados de um dever e/ou sacrifício e o custo que tal acarreta. Há, assim, que ponderar se essa informação a ser divulgada e/ou produzida é oportuna ou essencial para a formação dos preços, isto, se é um verdadeiro e necessário instrumento para o bom funcionamento do mercado da informação. Esta procura por uma regulação, em respeito com a proporcionalidade dos meios utilizados, deve ser, desde logo, apurada em correlação com os princípios programáticos da relação regulatória, devendo se evitar obstruir os efeitos que se visa alcançar com a prossecução desses mesmos princípios.

Neste sentido, os já referidos custos de produção e disseminação da informação³³³ devem ser antecipados no momento de implementação de deveres de publicitação obrigatória de

³³² *Desenvolveremos esta questão de seguida quando falarmos dos standards de informação.*

³³³ Em matéria de custos da publicitação ou divulgação da informação, pense-se na ideia de que no lugar onde havia uma ‘página em branco’ passar a ser exigido o seu preenchimento com os dados e factos informativos legalmente exigíveis.

informação, em especial evitando que os custos a acarretar por essas obrigações legais não se revelem um motivo de entrave à capacidade negocial dos mercados. Com isto, se pretende que a regulação seja proporcional, evitando que seja a própria regulação a causa de um mau funcionamento dos mercados, registando-se uma retração da procura por financiamento. A regulação da informação deve ser assim, realizada ou organizado de modo a evitar casos de *regulatory failure*, onde a informação exigida juridicamente é excessiva ao ponto de provocar mais custos e obstáculos, que vantagens para o bom funcionamento do mercado³³⁴.

Por fim, cumpre, analisar de seguida cada uma das áreas ou campos por onde se estende esta intervenção pública no plano da regulação da informação, nomeadamente no modo como se instituem os deveres de informação e qual é o seu conteúdo e regime legal.

2.3.1. Standards de Informação

Como enunciado no ponto anterior, uma parte da regulação do mercado da informação diz respeito à elaboração de regras e imposição de deveres de divulgação de informações, isto é, à criação de padrões ou standards normativos de informação, promovendo uma produção e disseminação padronizada ou estandardizada da informação³³⁵. A ideia aqui presente, é a necessidade da informação considerada relevante em determinado momento ser divulgada, quer seja para o regulador, quer seja para o público.

O regulador é, assim, o garante que a informação é prestada para o mercado, por quem de direito, impondo verdadeiras obrigações de divulgação ou envio para o mercado daquilo que é necessário dar a conhecer e informar. Seja por força, da criação de verdadeiros deveres de informação e de imposição de um sistema de difusão de informação ao público ou detendo verdadeiros poderes de procura e confirmação de informação.

³³⁴ Em jeito de resposta a esta preocupação, a Diretiva n.º 2010/73/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro, transporta para o ordenamento jurídico português pelo DL n.º 18/2013, de 6 de fevereiro, pretendeu-se, como é possível ler nos seus considerandos, “*reduzir a complexidade e os custos para as empresas de investimento no caso de colocações particulares, na medida em que as ditas empresas poderão decidir a que pessoas e entidades dirigir as ofertas baseando-se na sua própria lista de clientes profissionais e contrapartes elegíveis*”, assim como na “*redução dos encargos associados à obrigação de divulgação de prospeto em caso de oferta pública de distribuição de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação em mercado regulamentado*”

³³⁵ Nesta matéria fala-se de uma 'criação normativa' a um multinível internacional, europeu, regional, nacional e local. Sendo, esta integração reguladora normativa imposta ou adotada pelos Estados, mas exigida por entidades ou instâncias internacionais. Aponta-se, assim a existência em todo este processo de alguma falta de representatividade, com cada Estado em vez de ser um criador de regras, a ser um mero recetor passivo. Cfr. Luís Catarino, Informação: utopia (...), ob. cit., pp. 90-92.

Mas o regulador não funciona só como um recetor de informação a ser divulgada para o público, também é um recetor de informação a não ser detida por este, pois o bom funcionamento do mercado pode ser comprometido com a divulgação de alguma informação, colocando-se assim, sob tutela ou vigilância reforçada certos actos privados a aprovar pela autoridade pública, como forma de acautelar um chamado 'risco sistemático' - risco de ocorrência de um evento não antecipado, imprevisto, repentino, que afete o sistema financeiro de uma forma tal que provoque repercussões significativas na economia³³⁶.

As autoridades de supervisão e regulação têm competências para estabelecer verdadeiras regras de conduta sobre as instituições e entidades financeiras que atuam no mercado financeiro, de modo a assegurar a transparência da informação nas fases pré-contratuais e contratuais, em especial no âmbito da publicidade e da equidade nas transações de produtos e serviços financeiros entre as entidades supervisionadas e os seus clientes.

A regulação e de supervisão da conduta pelo BdP das instituições nos mercados financeiros relativas à atividade bancária comercial está prevista no RGICSF³³⁷, nomeadamente a matéria de deveres de informação que adstringem as instituições de crédito encontra-se enunciada nos deveres de conduta previstos nos arts. 73.º a 75.º, a que acrescem os deveres específicos na relação com os clientes em geral estabelecidos nos arts. 77.º a 93.º-A, em especial dos deveres de informação e assistência sobre as condições e o custo total do crédito, as suas obrigações e os riscos associados à falta de pagamento³³⁸.

Já a supervisão comportamental da informação realizada pela CMVM nos mercados dos valores mobiliários encontra-se tipificada no CVM^{339/340}. E em matéria de Seguros, as competências da ASF (antigo ISP) como autoridade competente para o exercício da supervisão da actividade das empresas de seguros e de resseguros é prevista na LCS, n.º 1 do art. 20.º, sem prejuízo dos poderes de supervisão relativos a contratos de seguro

³³⁶ Daí a relevância do chamado 'Segredo de Supervisão', cfr. Joana Amaral Rodrigues, Segredo Bancário e Segredo de Supervisão, pp. 55-79, in Direito Bancário, Centro de Estudos Judiciários, Lisboa, fevereiro de 2015 (disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf). V. art. 80.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF).

³³⁷ O RGICSF foi estabelecido pelo DL n.º 298/92, de 31 de dezembro, alterado pela última vez pela Lei n.º 109/2017, de 24 de novembro. E é objeto de desenvolvimento e melhoramentos através dos diversos Avisos do BdP.

³³⁸ Cfr. n.º 1 a 4 do art. 77.º, n.º 1 do art. 77.º-C e n.º 1 do art. 93.º-A do RGICSF.

³³⁹ Cfr. art. 358.º do CVM.

³⁴⁰ Sobre o regime legal supra 3.4. do capítulo II.

ligados a fundos de investimento atribuídos à CMVM (n.º 2 do art. 20.º LCS). Já o regime de deveres pré-contratuais de informação, da relação assente no contrato de seguro, entre o segurador para com o segurado, é prescrito nos arts. 18.º a 23.º da LCS.

Desta forma, o regulador do mercado financeiro em questão através destas suas competências ao impor deveres de prestação de informação, está a estabelecer *standards* de informação, como um elenco de elementos informativos de divulgação obrigatória que, se considera ser o núcleo essencial de conhecimento necessário a tornar público ao mercado³⁴¹. Devendo corresponder obrigatoriamente a estes requisitos legalmente impostos ao conteúdo daquilo que é informado diretamente ou indiretamente o investidor/consumidor, assim como aquilo que é inserido e divulgando em peças publicitárias³⁴².

Estes deveres são impostos nomeadamente aos emitentes ou a outros órgãos com capacidade negocial dentro do mercado, como o caso dos intermediários financeiros³⁴³, ficando estes vinculados à divulgação no mercado de determinadas informações relativas aos seus produtos e serviços financeiros³⁴⁴. Podendo tais deveres assumir diferentes âmbitos de aplicação, em consonância com o contexto económico e social do momento, variando a informação considerada essencial e necessária para o bom funcionamento a divulgar de acordo quer com a realidade económica, quer com o tipo de mercado, produtos e serviços em causa³⁴⁵.

³⁴¹ No domínio bancário o art. 76.º do RGICSF atribui competência paralegislativa ao BdP, para o estabelecimento, por aviso de regras de conduta complementares ao regime jurídico em vigor, assim como para a emissão de recomendações e determinações específicas e aplicação de coimas e suas sanções acessórias.

³⁴² Também as mensagens publicitárias estão sob o controle prévio das autoridades competentes, devendo obedecer às exigências supramencionadas, no sentido de limitar o conteúdo da publicidade à informação e restringir a publicidade comparativa. Cfr. n.º 4 do art. 7.º e n.º 1 e 2 do art. 121.º do CVM, assim, como o n.º 2 do art. 77.º-C do RGICSF.

³⁴³ Infra 3.2 do capítulo III.

³⁴⁴ Por exemplo, no art. 248.º do CVM é definido o objeto do dever de informação de factos relevantes, de acordo com este preceito, os emitentes de ações admitidas à negociação em bolsa encontram-se obrigadas a divulgar: quaisquer factos ocorridos na sua esfera de atividade com incidência sobre a sua situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios; ou quaisquer deficiências de que enferme informação sobre factos relevantes que, por não ser completa, verdadeira, clara e objetiva deve ser objeto de uma retificação imediata.

³⁴⁵ A título de exemplo, no DL n.º 74-A/2017, de 23 de junho, relativo ao caso específico da publicidade ao crédito à habitação e ao crédito ao consumo, o BdP exige a apresentação de um exemplo representativo que ilustre os custos totais do crédito com a respetiva taxa anual efetiva, que se mostra, no entanto, de difícil aplicação em determinados meios de difusão (rádio e televisão). E de forma a harmonizar e a garantir o direito à informação aquando do processo de escolha e de contratação de produtos financeiros, o BdP também obriga, na fase pré-contratual, visando facilitar a comparação de produtos financeiros alternativos, à entrega da Ficha de informação normalizada europeia (FINE), documento descritivo das características e

Existindo deveres de prestação *duradoura, continua, temporária ou até instantânea*³⁴⁶, a lógica é as entidades financeiras vinculadas terem uma política de produção e recolha de informação relativa à sua actividade, para que sempre quando necessário e solicitado pelo regulador, a consigam fornecer em ordem com o imposto exigido pela lei, não esquecendo que se trata de relações jurídicas complexas e prolongadas. Porém, estes deveres de informação vinculam o seu destinatário a uma obrigação de produção e divulgação de determinadas informações, mas o recetor dessa informação nem sempre é o mesmo.

É certo, que de uma maneira geral, de acordo com a citada até aqui necessidade de maior divulgação de informação nos mercados, deve-se por uma lógica de proteção da eficiência do mercado e da confiança dos investidores³⁴⁷, mas isto não significa que todos os deveres de informação impostos seja pelo BdP, pela CMVM ou pela ASF se dirigiam a tornar a informação pública a todo o mercado em causa. Ou seja, há deveres que se dirigem efetivamente à informação a oferecer ao público em geral e/ou clientes, mas também como já anteriormente se insinuou à informação a prestar legalmente que diz respeito ora a uma diligência profissional, ora para informar os próprios reguladores, nomeadamente para posteriormente permitir formar o melhor juízo relativo à supervisão prudencial a seguir³⁴⁸.

De qualquer maneira, para além da mera imposição de deveres de prestação/divulgação de informação, o sistema de regulação da informação não se prende apenas com esse campo e impõe-se, assim, também na regulação do próprio conteúdo dos elementos informativos que são exigidos ser prestados/divulgados. Ou seja, é também definido aquilo que deve ser informado, quando e como, através do recurso a parâmetros que estabelecem o grau de qualidade, que deve assumir a informação considerada necessária, ao ser publicitada ou tornada pública.

das condições do empréstimo bem como a totalidade dos custos a ele associados, incluindo os planos de amortização da dívida e o impacto de uma subida da taxa de juro. Já no caso de comercialização de papel comercial, no RJPC – introduzido pelo DL n.º 77/2017, de 30 de junho, o qual foi objeto da Declaração de Retificação n.º 22/2017, de 25 de agosto – é exigido a emissão de uma nota informativa para a potencial contraparte (n.º 1 do art. 17.º), relativa à informação considerada relevante, de prestação continua (n.º 2 do art. 17.º).

³⁴⁶ Luís Catarino, *idem*, pp. 93

³⁴⁷ Carlos Costa Pina, Dever de informação e responsabilidade pelo prospeto no mercado primário de valores mobiliários, ob. cit., pp. 23-30.

³⁴⁸ V., por exemplo, o n.º 1 a 3 do art. 81.º-A do RGICSF.

Mas que parâmetros são esses? Bem, para responder a esta questão podemos relembrar aquilo que o CVM impõe no art. 7.º, de emissão de uma informação com determinadas características quantitativas e qualitativas. Devendo, assim, a informação ser *completa, atual, verdadeira, objetiva, clara, lícita*³⁴⁹. E cabe à CMVM o dever de apreciar a legalidade da informação prestada/divulgada, a partir da verificação do cumprimento formal dos requisitos impostos pelo CVM³⁵⁰.

A partir disto, é correto afirmar que os standards de informação, originados pela imposição de deveres de divulgação obrigatória de informação, têm como pressupostos uma cooperação entre regulador e regulador, uma implementação do cumprimento da autorregulação e de estratégias de persuasão de divulgação de dados³⁵¹. Através da concretização destes pressupostos, o mercado receberá a disseminação de informação *standardizada*, sendo, este o resultado obtido pelo cumprimento das obrigações vinculados aos chamados deveres de informação.

Face ao exposto, concluímos que os mercados financeiros recebem mais informação relativa aos seus agentes, produtos e serviços, com o regulador a ser o seu garante, através de um controlo prévio, contínuo e à posteriori, de emissão de atos administrativos, sejam eles de autorização ou dispensa de aprovação, de comunicação ou de prévia publicitação e de concretas operações. Significando que a regulação da informação se estende para além da mera imposição de variados leques de deveres de prestação/divulgação de informação, mas também sobre o próprio conteúdo da informação que deve ser prestada/divulgada.

Rematado este ponto, cumpre, ainda, esclarecer que a disciplina da informação no mercado financeiro – como é facilmente compreendido por tudo o explicitado anteriormente – encontra-se dispersa pelos diferentes setores que constituem o mercado e consequentemente nos diferentes ordenamentos jurídicos de cada setor, incidindo sobretudo na regulamentação do objeto dos deveres de informação através da delimitação das características e requisitos que deve respeitar obrigatoriamente. Mas, a regulamentação da informação também incide no âmbito de quem deve prestar e receber

³⁴⁹ Supra 1.5. do capítulo III.

³⁵⁰ Cfr. arts. 114.º, 118.º e 119.º do CVM.

³⁵¹ Luís Guilherme Catarino, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros - Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, ob. cit., pp. 290-306.

a informação em conexão, em especial sobre os meios, formas que devem ou podem ser utilizados e a quem é devida a informação.

Uma dessas formas e meios de cumprimento diz respeito aos deveres de informação relacionados com a figura do prospeto financeiro, um instrumento informativo com um carácter preventivo de acautelar as decisões de investimento Dirigidos maioritariamente para as operações financeiras envolvendo a negociação de ofertas publicas (o chamado prospeto da oferta – art. 134.º do CVM), ou a admissão de instrumentos financeiros. no mercado regulamentado (o projeto de admissão, v. art. 236.º do CVM)³⁵². São nada mais que, documentos previamente sujeitos a uma fiscalização administrativa a cargo da CMVM³⁵³, que. concentram a informação legalmente exigida sobre a figura dos seus emitentes, instrumentos financeiros emitidos e o processo de oferta ou admissão no mercado.

É esta uma forma imposta pela CMVM para garantir e fiscalizar o conteúdo da informação que deve ser obrigatoriamente prestada ao mercado, para permitir aos putativos investidores/consumidores formularem os seus juízos sobre aquilo que lhes é proposto ou apresentado³⁵⁴. Devendo para tal, o prospeto financeiro respeitar os elementos e requisitos informativos legalmente impostos, no disposto nos arts. 135.º-A a 139.º do CVM.

Contudo, não nos interessa aqui em especial ou em absoluto esta temática, pois como supramencionado o objeto deste estudo, embora também possa ser apreciado ou relacionável nesse plano, estende-se essencialmente sobre os deveres de informação de carácter pré-contratual que devem ser cumpridos pelas instituições financeiras perante os seus putativos clientes/consumidor. Ou seja, ao sobre a forma como se realiza o

³⁵² Para além destes tipos de prospectos, no direito aplicável ao mercado de valores mobiliários distingue-se, ainda, outros tipos de prospectos de base, preliminar, do fundo de investimento e simplificado do fundo. Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 706-707.

³⁵³ Cfr. art. 140.º do CVM.

³⁵⁴ Embora seja um mecanismo informativo iminentemente ligado ao mercado de valores mobiliarias também no mercado bancário podemos falar nesta realidade, não fosse, desde logo, o já mais que mencionado carácter interligado entre os diferentes mercados financeiros. É exemplo disso mesmo, a publicação dos documentos de informação fundamental (prospectos informativos) relativos a depósitos estruturados (de depósitos cuja rendibilidade está associada, total ou parcialmente, à evolução de instrumentos ou variáveis financeiros ou económicos), comercializados pelas instituições de crédito e dependentes da definição do enquadramento legal aplicável à implementação nacional do Regulamento (UE) n.º 1286/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, que entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2018.

cumprimento destes deveres de informação no plano da captação de investimento, enquadrados na esfera das relações jurídico-privadas de contratação financeira.

2.3.2. Informação *Ad Hoc*

Para além, das competências de imposição de *standards* de informação, como garante da disponibilização aos mercados de toda a informação considerada necessária para as suas regulares atividades, há ainda outros meios para alcançar esse controlo público. Entre esses meios, o regulador, como autoridade pública administrativa, tem um poder formal e até informal de obter informação adicional àquela exigida pelos deveres de informação, caso entenda que é necessária para conhecimento generalizado pelo público e/ou para o cumprimento das suas outras funções de supervisão. Trata-se de um poder de produção ou obtenção dinâmica de informação, seja através de inspeções, comissões ou de pedidos diretos de concessão de informações adicionais³⁵⁵ para além dos *standards* legais devidos.

Esta forma de obtenção de informação explica-se pela necessidade de o regulador verificar ou apurar determinados dados informativos não prestados, mesmo tendo ocorrido o cumprimento dos deveres de informação, impostos por si. Ou seja, pretende-se que os privados tornem pública a informação que até aí não o era, pois, os *standards* de informação estabelecidos pela intervenção pública podem não abranger toda e qualquer informação de domínio dos agentes do mercado.

O que significa que estes guardam sempre para si um determinado nível de dados informativos que gerem de acordo com a sua disponibilidade. Mas o regulador, como autoridade pública, tem competência³⁵⁶ para exigir que essa informação sai da sua esfera exclusiva de disponibilidade ou cessação de um qualquer segredo informativo, sempre que assim o ache necessário para o bom funcionamento dos mercados. Pense-se nos casos, em que o regulador só pode tomar uma fundamentada decisão de aprovação ou suspensão do comércio de um determinado produto e serviço financeiro, se reunir certas informações sobre estes, podendo ser necessário se exigir informação *ad hoc*.

O Regulador acaba, assim, por substituir a própria entidade na produção e divulgação de informação. É o próprio regulador que sente necessidade de por sua decisão produzir para

³⁵⁵ Cfr. al. a), b) e f) do n.º 1 do art. 360.º e art. 364.º do CVM.

³⁵⁶ Cfr. n.º 1 e 2 do art. 361.º do CVM.

seu exclusivo conhecimento e/ou para posterior publicitação no mercado. Aqui já não se fala numa mera verificação do cumprimento dos deveres legais de informação, mas de uma acção mais ou menos discricionária do regulador com uma finalidade de controlo e vigilância (um controlo ordinário), podendo depois procederem a sua eventual divulgação³⁵⁷ ao mercado de informação relevante.

Neste estágio de controlo público, aquilo que se pretende, de modo a prosseguir, permitir ou garantir interesses públicos, é ora advertir os reguladores para o cumprimento de regras relativas à informação e sua publicitação, ora recomendar uma conduta mais assertiva no sentido de suprir eventuais irregularidades ou tomar medidas provisórias excepcionais de informação pública de divulgação de actos ou factos até aí desconhecidos, mas relevantes para o mercado.

Este poder do regulador de obtenção *ad hoc* de informação tem uma dimensão de vigilância, porém, também pode assumir um carácter sancionatório. Não se procura executar um mero controlo ordinário da informação, mas sim um decorrer da prévia verificação de indícios e/ou evidências de violações de princípios relativos à informação. Isto é, o regulador atua com vista a proceder a uma investigação, de modo, a realizar um eventual procedimento sancionatório administrativos e/ou criminal, no caso de não cumprimento de deveres de informação, em violação de bens jurídicos e interesses públicos.

Este tipo de regulação e supervisão sancionatória varia consoante a própria cooperação direta e indireta dos regulados perante o *regulatório enforcement*, podendo assumir uma mera monitorização e persuasão da informação (através da emissão de pareceres) e passando para um nível intermédio de envio de avisos (advertências escritas ou verbais) e de comunicações preceptivas ou proibitivas para cumprimentos específicos, até a uma fase superior de imposição de coimas ou mesmo suspensão de licenças³⁵⁸.

Sendo, já uma regulação sancionatória, antecede-se um eventual recurso ao contencioso financeiro-sancionatório, compreendendo uma regulação dos comportamentos nem sempre leais dos regulados, violadores do bem-estar coletivo. Quando falamos de comportamentos desleais, tanto nos referimos à hipótese de cooperação desleal com os

³⁵⁷ Cfr. al. g) do n.º 1 do art. 360.º do CVM.

³⁵⁸ Luís Catarino, Regulação e Supervisão (...), ob. cit., pp. 257 e ss.

reguladores, como os casos de violação da concorrência comercial e financeira ou de deturpação ou indução em erro dos clientes. Dentro destes comportamentos no âmbito da regulação do mercado da informação, se refere predominantemente o incumprimento de deveres de envio de documentação ou informação³⁵⁹.

Contudo, a grande questão relativa à informação *ad hoc*, é de saber se a possibilidade do regulador exigir³⁶⁰ a emissão e/ou divulgação *ad hoc* de toda e qualquer informação – que por força de factos novos despoletados no exercício da actividade financeira ou no contexto económico e financeiro do momento, se considerar relevante o seu conhecimento, dado poderem influenciar determinantemente a análise e avaliação pelos investidores – não constitui o abrir de um caminho ao exagero em sede de informação, podendo agravar situações por si só já pouco equilibradas. Passando a exigir, mais informação (mesmo que relevante para os mercados) que aquela que é conveniente ou viável às empresas produzirem e fornecerem, ou até de formação de casos de crime de *insider trading*³⁶¹.

Pois, quando se fala de informação *ad hoc* incluem-se os casos onde certos factos ou dados informativos mesmo não sendo exigidos de acordo com os deveres *standardizados* de informação, posteriormente se tornam exigíveis de acordo com a hermenêutica legal do momento. Quer isto dizer, que uma informação ao se tornar relevante e essencial de acordo com os supracitados princípios reguladores, passa a ser exigível como uma obrigação legal e, ao se afirmar o seu contrário estaremos a negar todo o instituto dos deveres de informação.

Pois, se um facto ao ser desconhecido do público, é capaz de induzir em erro sobre factos e circunstâncias essenciais à avaliação do investimento, então, há uma verdadeira obrigação de informação. Ou seja, a essencialidade para o investimento é o requisito da própria existência e constituição da obrigação de informar, logo, ou o facto não é essencial e não há qualquer obrigação, ou pelo contrário, se essencial, "*a obrigação surge e subsiste, de forma inexorável*"³⁶².

³⁵⁹ Cfr. n.º 1 e 3 do art. 389.º do CVM.

³⁶⁰ Exemplo da revogada al. a), do n.º 1, art. 344º do CVM.

³⁶¹ Infra 3.5. do capítulo III.

³⁶² Carlos Osório Castro, A informação no direito (...), pp. 343-344.

Porém, mais que o problema de perante um facto essencial haver uma obrigação de informar, sendo, exigível pelo regulador o seu cumprimento, o mais pertinente é o facto do próprio regulador estar vinculado a exigir, não podendo dispensar ou isentar os particulares da publicação dessa informação obrigatória. É certo, que considerar uma informação como obrigatória depende direta ou indiretamente da acção do regulador em consonância com os princípios de Direito, mas este num momento não pode contrariar aquilo que instituiu ou se vinculou.

Desta forma, mesmo que a divulgação de uma particular informação for de molde a prejudicar legítimos interesses do privado, não há meio de 'fugir' ao seu dever de publicação. Os interesses legítimos dos privados (dos seus acionistas, trabalhadores, credores e até a própria economia), por força da importância que a banca, a bolsa e os seguros assumem economicamente e socialmente, cedem diante dos interesses 'sacrosantificados' nos princípios reguladores.

Podendo se adiantar, desde já, que neste campo a dita regulação da informação pode muitas vezes correr o risco de não ter em juízo um cálculo dos custos entre os interesses por vezes inconciliáveis em jogo, adotando uma posição unilateral e parcial, em vez de uma ponderação relativa, no sentido de se reconhecer primazia àquilo que no concreto revele um maior peso.

Não quer isto dizer, que o instituto de informação *ad hoc* deva ser retirado das mãos do regulador, dados os riscos que importa. Pois, este não se restringe só em exigir a publicitação de informação que num momento passa a ser obrigatória, uma vez que também passa por uma mera lógica de envio recomendações e pedidos de informação de dados e factos não obrigatórios, mas que se considera conveniente o regulador deter³⁶³.

Assim, como há sempre a possibilidade de se adotar mecanismos como o conferido pela Diretiva n.º 79/279/CEE de 5 de março, do Conselho, onde se prevê a possibilidade do regulador isentar o particular da obrigação de publicidade *ad hoc*, sempre que se manifesta o maior predomínio da relevância dos legítimos interesses deste. Ou de se redefinir os parâmetros pelo qual o regulador considere como relevante, essencial e consequentemente obrigatória a publicitação de determinada informação, não sendo todo e qualquer facto capaz de influenciar o curso dos mercados, mas apenas os factos cuja

³⁶³ Cfr. art. 76.º do RGICSF.

influência é consequência dos seus próprios efeitos, sem dependência de outras condições³⁶⁴.

2.4. Combate à Literacia Financeira

Como já em momento oportuno indicamos, a informação não é só por si garante de um maior conhecimento informativo, é apenas um indício de um eventual maior conhecimento, mas este dependerá sempre da racionalidade do agente que recebe certa informação. No caso dos mercados financeiros, tal ideia é ainda, mais relevante na medida que, a complexidade associada aos produtos, serviços e instrumentos financeiros torna difícil o entendimento total daquilo que estes implicam ao comum investidor, dentro da ideia de *homem médio, de zelo, diligência e ponderação*³⁶⁵.

Isto significa que, não sendo os consumidores dotados de uma racionalidade ilimitada, como é entendido pela economia comportamental, reconhece-se que a mera provisão de informação apenas possibilitará ou permitirá uma mais segura e esclarecida decisão, mas por si só não garante necessariamente a melhoria total do processo de decisão. Assim, procedeu-se à extensão dos domínios do regulador não só ao nível da correção de falhas de mercado, mas também atendendo a outros fatores como *natureza psicológica ou decorrentes de enviesamentos cognitivos do consumidor*³⁶⁶.

Neste âmbito, consideramos que, quando falamos da necessidade de intervenção pública na regulação de situações de assimetrias informativas, tal diz respeito quer a casos de ausência de informação, quer a casos onde há informação, mas ocorre uma assimetria por força da dificuldade de perceção da informação pelo investidor e já não pela sua ausência. Ou seja, não basta garantir que, os agentes económicos têm à sua disposição informação necessária para a tomada de decisão, é necessário que estes tenham capacidades para a usar a seu favor, considerando-a na tomada de decisão e agindo em sua conformidade³⁶⁷.

³⁶⁴ Tem uma correspondência com o *Third Circuit* dos EUA do caso *Staffin*: "*the greatest good for the greatest number: if the merger agreement occurs, all of the company's shareholders usually benefit; if no merger agreement is reached, the shock performs as it would have in ant event*".

³⁶⁵ António Menezes Cordeiro, Manual de Direito Bancário, ob. cit., p. 411ss.

³⁶⁶ Ana Cordeiro Santos e Vânia Costa, Regular o consumidor? Novas tendências de política no setor financeiro, *Análise Social*, 209, XLVIII (4º), 2013, Edição do Instituto de Ciências Sociais da Universidade de Lisboa.

³⁶⁷ "Conforme é reconhecido pela OCDE (...) a formação financeira é um processo que proporciona aos consumidores uma maior compreensão dos produtos financeiros e a adoção de comportamentos financeiros adequados [...] Deste modo, a formação financeira surge como um complemento às medidas de proteção do consumidor e de regulação financeira, contribuindo diretamente para um maior valor

A educação do investidor é mesmo uma das principais metas da UE em matéria de integração financeira, aliás já em 2005, antes da grande crise financeira de 2007/2010, a OCDE publicou uma recomendação na qual apresentou uma numerosa lista de princípios e boas práticas de educação e consciência financeira³⁶⁸, para implementação pelos Estados e instituições públicas e privadas responsáveis ou relevantes na matéria.

Também as próprias instituições financeiras e associações de defesa dos investidores e consumidores devem assumir um papel ativo nesta área através do fornecimento de esclarecimentos e conselhos sobre questões financeiras³⁶⁹. Quanto às instituições financeiras se impõem que, quando estas apresentem aos seus clientes a informação sobre os seus produtos e serviços financeiros que, é juridicamente obrigatório transmitir, devam essas informações ser fornecidas de um modo transparente e verificando se são efetivamente lidas ou ouvidas e entendidas³⁷⁰.

Deste modo, a OCDE, a partir do facto de uma forma geral os consumidores apresentarem baixos níveis de alfabetização financeira, reconhece expressamente o combate da literacia financeira como uma solução para ajudar os consumidores, perante a cada vez mais sofisticação e complexidade dos mercados financeiros, a lidarem com a assunção de responsabilidade e risco das suas decisões financeiras. Visando garantir a existência de um nível suficiente de investidores e consumidores com formação financeira, necessária para conseguirem administrar/investir os seus rendimentos da forma mais eficiente e segura possível e evitar tornarem-se vítimas de fraude.

acrescentado dos instrumentos de regulação da transparência e dos deveres de informação das instituições de crédito e, por conseguinte, para um funcionamento mais eficiente dos mercados financeiros. Com efeito, cidadãos mais informados, através das suas decisões de escolha de produtos financeiros adequados ao seu perfil de risco e às suas necessidades, ajudam a monitorizar os mercados, concorrendo assim para a maior estabilidade do sistema financeiro", in Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (2011), Plano Nacional de Formação Financeira 2011-2015, Lisboa, pp. 5-6.

³⁶⁸ Cfr. OCDE, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, julho de 2005, disponível em <http://www.oecd.org/finance/financial-education>.

³⁶⁹ OCDE, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, ob. cit., pp. 5-6.

³⁷⁰ Uma vez que, por força da estrita ligação entre a informação e educação dos consumidores, a formação do investidor mais que exercida pelas entidades de supervisão do mercado, incide sobre quem atua profissionalmente no mercado, ou seja das instituições financeiras e seus intermediários financeiros. Podendo até considerar que a necessidade de formar o investidor, para permitir que estes avaliem o ato do investimento que praticou ou quer pratica, se aproxima da obrigação pré-contratual que estão adstritos. V. Sofia Nascimento Rodrigues, A proteção dos investidores em valores mobiliários, ob. cit., p. 54.

Defende-se, assim, a aposta e promoção de programas de educação financeira, nos quais se considera necessário preparar³⁷¹ os investidores para um conjunto cada vez mais alargado de decisões financeiras, por força da cada vez maior globalização e integração dos mercados financeiros, da crescente diversidade e complexidade dos produtos financeiros, do aumento do acesso mais generalizado a esses produtos e serviços financeiros por parte do público em geral e perante o actual quadro de crise financeira que, estimula a redução dos benefícios sociais. Daí que, para fazer face a necessidade de combater a literária financeira, se implementou um plano nacional de formação financeira³⁷².

Portanto, há uma necessidade de preparar os consumidores para uma maior *"responsabilidade financeira individual no respeitante à reforma e na precaução face a imprevistos do mercado"*³⁷³. Estes programas são, assim, mais uma solução natural para os problemas informacionais dos mercados financeiros, isto é para responder aos problemas de informação assimétrica e incompleta e para fazer face às dificuldades de processamento de informação complexa que, as limitações cognitivas e emocionais dos consumidores potenciam³⁷⁴.

Significa que, a aposta na formação ou educação financeira vai de encontro com a necessidade da regulação pública no âmbito do mercado da informação, é mais um instrumento para o funcionamento mais eficiente possível dos mercados e consequentemente da própria economia.

O chamado plano nacional de formação financeira poderá, ainda, contribuir para permitir para economizar na própria atividade de regulação financeira, uma vez que, havendo consumidores mais educados financeiramente não só tornará mais fácil a sua supervisão,

³⁷¹ Neste sentido, a formação será tendencialmente prévia à informação, como modo de garantir que quando alguém recebe factos e documentos informativos, os consegue interpretar e compreender. V. Sofia Nascimento Rodrigues, *idem*, p. 53.

³⁷² Por exemplo, através da aposta da promoção de iniciativas como sessões de esclarecimento, em especial junto do público escolar e universitário, criação de linhas de apoio ou da publicação de guias do investidor. Neste âmbito, podemos encontrar mais informações em www.todoscontam.pt. No site da CMVM também é possível encontrar diversas brochuras formativas direccionadas para o apoio ao investir, com destaque para publicação de listas de respostas às questões mais frequentes, assim, como o anúncio e organização de colóquios ou seminários de formação.

³⁷³ BdP, Relatório de Supervisão Comportamental 2012, Lisboa, Departamento de Supervisão Comportamental, 2012, p. 51.

³⁷⁴ Contribuindo para a *"tomada de decisões financeiras informadas, desde o planeamento de despesas e da gestão do orçamento familiar até à escolha de produtos bancários adequados na aplicação da poupança e utilização do crédito"*, BdP, 2012, pp. 13-14.

como se estará a caminhar para uma necessidade de menos níveis de regulação, reduzindo os níveis de regulamentação sobre as empresas. Pois, ao se regular o comportamento dos consumidores/investidores se esta a permitir que estes não só assumam a responsabilidade pelas suas próprias decisões, mas também aligeirem as responsabilidades de supervisão das entidades financeiras, que tendencialmente serão aliviadas do peso regulamentar que sobre si incide³⁷⁵.

O problema é saber se estes programas de combate à literacia financeira têm o sucesso pretendido, por uma questão de economia de tempo, não nos focaremos no desenvolvimento deste tema³⁷⁶. Mas salientamos a pertinência desta questão perante os insucessos que estes programas de formação financeira têm findo a somar³⁷⁷, aliás encontram-se diversos estudos económicos que demonstram ou alertam para o facto da disseminação de informação, prospectos, anúncios nem sempre é responsável por originar efeitos positivos ou vantagens para que investe, sem com isso deixar de exercer um importante papel no reforço da confiança no funcionamento dos mercados³⁷⁸.

3. Falhas e vícios da regulação da informação

Após abordarmos as questões relativas à regulação da informação, passaremos agora para a análise de certos casos e situações, cujos seus efeitos podem ser classificados como problemas colaterais da intervenção pública sobre o funcionamento dos mercados. Nomeadamente a partir da questão de cedência de responsabilidades de supervisão a privados e os problemas que, daí advém em matéria da chamada teoria de agência, no âmbito da atividade de intermediação financeira, da auditoria financeira ou das agências de rating.

³⁷⁵ Deste modo, os “governos gastariam menos recursos com a aplicação da regulação e em investigação e ações judiciais de combate à fraude”. V. OCDE, *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, Paris, OCDE Publications, 2005, p. 35.

³⁷⁶ Cfr. Ana Cordeiro Santos e Vânia Costa, *Regular o consumidor? Novas tendências de política no setor financeiro*, ob. cit., pp. 778-787.

³⁷⁷ Cfr. António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 254-255.

³⁷⁸ Aliás segundo um estudo publicado no *The Financial Brand*, nos Estados Unidos, cada vez mais as novas gerações mostram-se acessíveis a programas de educação financeira, nomeadamente na procura de programas que incidam sobre uma perspetiva mais profunda sobre os investimentos, formas e métodos de poupança e informação mais detalhada sobre o funcionamento dos créditos. O problema está em saber até que ponto a amostra deste tipo de estudos corresponderá aos consumidores comuns. V. Lisa Joyce, *Generation Z: The Future of Banking*, *The Financial Brand*, janeiro de 2018, disponível em <https://thefinancialbrand.com/70024/generation-z-banking-marketing-strategy/>.

Assim, como na problemática do uso e divulgação de informação privilegiada (*insider trading*) e das circunstâncias subjacentes aos casos de resolução do BES e BANIF, relativamente aos problemas em matéria de informação que suscitaram. Como tivemos oportunidade referir introdutoriamente, nesta última fase, a nossa abordagem não será detalhada do ponto de vista do funcionamento e de todas as questões relativas aos casos em revista, mas será realizada de forma a destacar os problemas ao nível do uso informação na captação de investimento na ótica dos mercados financeiros que daí advêm, contrabalançado com a regulação pública da informação.

3.1. Privatização da supervisão

Já vimos, que a necessidade de ocorrer uma intervenção pública, de forma, a suprir as falhas de mercado associadas às assimetrias informativas, incide em especial, numa regulamentação de deveres de publicitação e de prestação contratual de determinadas informações, adotando-se regras jurídicas (e métodos) com vista a uma maior transparência da informação, dada a sua natureza de ordem pública.

Mas a intervenção pública sobre os mercados financeiros não se reduz apenas a uma mera regulação, importa não esquecer que embora muitas vezes utilizados como sinónimos, a supervisão também tem uma natureza própria, nomeadamente de garantir a estabilidade ou solidez do sistema financeiro e eficiência do seu funcionamento, de acordo com aquilo que é imposto pela regulação dos mercados, no sentido de se prevenir uma situação de risco sistémico.

Ou seja, a supervisão garante a eficiência dos próprios mecanismos regulatórios impostos para acautelar possíveis ocorrências de eventos não antecipados ou repentinos, que possam afetar o sistema financeiro como um todo.

Nos mercados financeiros, no que diz respeito à sua supervisão da informação, verifica-se uma privatização das funções públicas, transferidas a favor da figura dos chamados *gatekeepers*, tratando-se uma inversão parcial à lógica instituída a partir da criação da SEC nos EUA, de sujeição ao controlo do poder político da intensidade e da qualidade da informação fornecida nos mercados financeiros.

O *gatekeeper*, como é o caso dos auditores, analistas financeiros ou das agências de rating³⁷⁹, são entidades tendencialmente privadas e independentes, com poderes reforçados e uma ligação privilegiada junto das empresas (*corporate governance*) que, atuam dentro de determinados princípios, assegurando através do exercício sua atividade as metas ou tarefas até aqui a realizar pela administração pública, como o alcance de um determinado nível de transparência, eficiência, estabilidade e equidade de divulgação e certificação de informações relativos aos produtos ou serviços financeiros e às instituições financeiras³⁸⁰.

Sendo, os *gatekeepers* responsáveis por realizarem análises objetivas e rigorosas sobre a situação financeira dos agentes dos mercados do lado da oferta, conferindo credibilidade a certa informação por eles transmitida nas suas análises, por força do reconhecimento e confiança que estas entidades privadas têm³⁸¹. Através da revisão e certificação de demonstrações financeiras pelos auditores, na classificação do risco associado à concessão de crédito a uma determinada sociedade por parte das agências de notação de risco, da avaliação de analistas financeiros das perspetivas económico-financeiras de uma sociedade comparativamente aos seus pares ou até na avaliação feito por bancos de investimento sobre as condições de uma determinada transação financeira ou económica³⁸².

Por força, do selo de qualidade atribuído aos *gatekeepers*, o mercado torna-se mais aberto para confiar na informação por si emitida, sendo esta tomada como credível no momento de investir e, por outro lado, os próprios agentes do lado da procura terão necessidade de recorrer aos seus pareceres, assim como os agentes do lado da oferta terão interesse em serem avaliados por estes.

³⁷⁹ António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 312.

³⁸⁰ Abordamos a figura dos *gatekeepers* externos, ou seja, as instituições externas ao emissor e, não nos referimos aos *gatekeepers* internos, como é o exemplo de diretores ou administradores, conselheiros e advogados internos ao próprio funcionamento das sociedades comerciais. Cfr. Taime Haensel, *A figura dos gatekeepers*, Almedina, Brasil, 2014, p. 7.

³⁸¹ Corresponde a ideia subjacente ao conceito de *gatekeeper* que o define como um intermediário que goza de elevada reputação e influência no mercado, cuja sua atividade corresponde ao fornecimento de serviços de verificação ou certificação dos agentes do lado da oferta, isto é, das instituições financeiras em atividade e os seus respectivos produtos e serviços financeiros. Cfr. John C. Coffee Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, in *Columbia Law and Economics Working Paper* n.º 237, 2003, p. 9-14 (disponível em escholarship.org).

³⁸² Cfr. José Ferreira Gomes, *A responsabilidade Civil dos Auditores*, in *Código das sociedades comerciais e governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 401-402 (343-424).

Porém, esta necessidade de recorrer a estas avaliações financeiras por parte dos chamados *gatekeepers* pode ter uma base legal, ao ser imposta ou exigida pela legislação em vigor ou pelos próprios reguladores do mercado em que ocorra este tipo de certificação de qualidade.

Há, assim, uma opção regulatória de primeiro manter uma neutralidade na regulação, de uma certa autorregulação ao entregar a função de verificação e supervisão essencialmente à posteriori do *bom* governo das sociedades financeiras, mediante a mera comunicação da administração. E em segundo de assumir a dificuldade da intervenção pública de por si só garantir a exequibilidade da verificação do controlo de mérito do cumprimento do regulamentado em matéria de publicitação de informação, seja por uma questão de insuficiência de recursos materiais, humanos e técnicos para tal, ou por uma simples relação custo/benefício, especialmente atendendo à presente situação que os Estados enfrentam da crise de dívidas soberanas sistémicas e estruturais.

Deste modo, entrega-se a execução dessas funções a terceiros, mais preparados e capazes do ponto de vista técnico e financeiro que, ao contrário da entidade pública têm mais capacidades e menos dificuldades em verificar a veracidade das declarações emitidas pelos agentes do mercado. Pois, embora o regulador tenha visto a sua esfera de atuação aumentada, por força do crescimento e complexidade do funcionamento dos mercados financeiros, acabaram por delegar uma parte das suas tarefas de 'vigia' dos mercados em *gatekeepers*.

Com o objetivo que, esta interposição de terceiros entre as partes e o regulador permita a prevenção de infrações no mercado, pois existindo uma falha de conduta há uma coação à sua resolução ou correção, sob pena do *gatekeeper* não conceder o seu aval à informação (ou negócio) em análise, não transmitindo para o mercado um exame positivo à capacidade financeira do emissor em falta.

Esta intervenção pública como forma de corrigir as falhas de mercado da distribuição assimétrica de informação é, assim, tendencialmente mais restrita a uma mera atividade de *law maker*, afastando-se a supervisão preventiva e/ou posteriori por parte do regulador. Sendo, esta entregue a outras forças do próprio mercado, tendencialmente (mais) independentes quer dos reguladores, quer do próprio poder político. Ficando de fora da esfera direta da intervenção pública a fiscalização do mérito do cumprimento das

informações obtidas e divulgadas, deixando em aberto a possibilidade de existir a transmissão de informação falsa quer aos reguladores, quer aos investidores.

Com esta privatização da supervisão, o regulador perde o total domínio e influência ativa sobre os mercados, acaba por ficar dependente das ações desempenhadas pelos *gatekeepers*, na medida que, em grosso modo o conhecimento ou *expertise* que o regulador detém passa a depender daquilo que é posto a circular por essas entidades terceiras, ditas independentes, então esse controlo dependerá das atividades destas.

Essas entidades passam, assim, a ter um poder de indiretamente influenciarem a regulação financeira, uma vez que a sua atividade incide sobre os dados e informações sobre os quais os reguladores formam ou ponderam a justa medida da sua própria intervenção no controlo do funcionamento dos mercados e seus intervenientes.

Quer isto, dizer que agindo estas entidades também como garantes de informação, não se verifica apenas uma transferência das funções de supervisão, mas uma transferência também de domínio, controlo e influência para essas outras entidades garantes da informação. Resultando numa situação de partilha de responsabilidades do regulador com estes profissionais, cujo seu próprio controlo ou regulação se faz de acordo com um mecanismo de reputação conferida pela credibilidade dos seus atos ou factos.

Por força deste facto, a própria regulação levada a cabo pela intervenção pública corre o risco de perder um carácter informativo (apostando no conhecimento económico e financeiro) e tornar-se essencialmente promocional (tendo a reputação um valor de investimento). Com o próprio regulador, entidade pública, no lugar de uma análise informativa dos mercados, fiscalizando a mera verificação do cumprimento dos deveres de informação, sem analisar o mérito do conteúdo dos factos e atos tornados do conhecimento público, achando por ser uma regulação meramente promocional. Através da produção e divulgação de relatórios e outros documentos descritivos, onde se limita a dar conta do grau de cumprimento das diversas recomendações em geral, distinguindo os 'bons dos maus alunos', com recurso a estatísticas em massa.

Posto isto, neste âmbito surge um outro problema, da necessidade de regular a própria atividade dos *gatekeepers*, de forma a garantir que a sua atividade é prosseguida em consonância com os interesses do 'bom' funcionamento do mercado, evitando que seja

sugada por interesses de certas partes ou agentes do mercado e origine uma prática fraudulenta³⁸³.

Ou seja, exige-se a regulação da forma como atuam os *gatekeepers*, de modo a impedir que os pareceres emitidos por estes apesar da credibilidade e essencialidade como são utilizados como ferramentas na formação da decisão de investir, representem ou exponham verdadeiramente muito pouco conteúdo informativo considerado relevante e/ou credível³⁸⁴.

O objetivo é evitar que os *gatekeepers* ao assumirem uma posição de grande domínio e predominância no seio dos mercados financeiros, pela forma como influenciam os seus rumos, passem a atuar de um modo parciário em vez de se coadunarem com o seu estatuto de intermediários informativos, preenchendo as lacunas informativas presentes no mercado. É este, um problema de saber quem vigia os guardas, pois caso o *gatekeeper* em caso de falha no cumprimento da atividade que lhes esta adstrita, se nada perdem nada, então, não terão nenhum incentivo a serem verdadeiro auxiliar do regulador³⁸⁵.

Sendo, assim, é preciso impor um sistema de deveres e responsabilidades aos *gatekeepers*³⁸⁶, passando pela transmissão da função de avaliação de empresas e seus produtos e serviços (de emitentes e suas emissões no mercado de valores mobiliários) e da responsabilidade por impedir o ilícito, como meio dos estimular no curso da sua atividade de prestação de serviços em realizarem monitorizações ou exames, onde possam manifestar um aval negativo à realização de determinada operação ou abstendo-se do

³⁸³ Além da necessidade de redução das fraudes cometidas em prejuízo das sociedades, investidores e do próprio mercado, através do incentivo à adoção da máxima diligência possível dos *gatekeeper* no exercício da sua atividade, também se visa diminuir os custos associados à sua atividade e os custos associados à administração da justiça no que diz respeito à reparação adequada dos lesados com menor custo possível para as partes na ação e do Estado. V. José Ferreira Gomes, A responsabilidade Civil dos Auditores, ob. cit., pp. 402-403.

³⁸⁴ A este propósito importa reter a ideia de Kraakman: "*the next step beyond conscripting gatekeepers is, after all, to improve upon the firm specialized public monitors who are legally empowered to report wrongdoing or veto it on the spot*". Cfr. Reiner H. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, in Journal of Law, Economics, and Organization, vol. 2, Spring, 1986, p. 53 (53-104)

³⁸⁵ Sobre o porquê da necessidade de regular o *gatekeeper*, cfr. Yasuyuki Fuchita, Financial Gatekeepers in Japan, in Yasuyuki Fuchita e Robert E. Litan, Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?, Brookings Institution Press, Washington D.C, 2006, pp. 53-54.

³⁸⁶ Kraakman define a responsabilidade dos *gatekeepers* do seguinte modo "*liability imposed on private parties who are able to disrupt misconduct by withholding their cooperation from wrongdoers*". Cfr. Reiner H. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, ob. cit., p. 53.

manifestar. Atuando o *gatekeeper* como uma *instância de controle prévio ao regulador*, barrando o delito antes deste acontecer³⁸⁷.

Contudo, a disciplina e regulação dos próprios *gatekeepers* não é isenta de obstáculos e vícios. Não só por forças das próprias particularidades de cada tipo de *gatekeepers*, como pelo facto de sempre que se coloca o recurso à regulação de algo, de forma a suprir ou corrigir determinadas falhas de mercado e/ou externalidades de determinadas atividades, temos sempre de realizar uma ponderação entre a mais-valia obtida em abstrato (e se esta existe verdadeiramente na prática) e os seus custos (administrativos ou de fiscalização) que lhe estão associados, de forma a justificar ou fundamentar racionalmente a valência da regulação. Mas sobre este problema iremos enunciar alguns aspetos quando de seguida for exposto a atividade de alguns tipos de *gatekeepers* e sua respetiva influência como intermediários informativos.

3.2. Atividade de intermediação financeira

No presente estudo já se supra evidenciou a imperiosa e essencial necessidade de haver informação para o 'bom' funcionamento dos mercados financeiros, de forma a mitigar ou diminuir a assimetria informativa (e o próprio risco e incerteza), tornando, neste sentido, imprescindível a regulação da informação. Mas, isto, torna por sua vez, também imprescindível o recurso aos intermediários financeiros, enquanto, agentes responsáveis pela divulgação de informação para o mercado e para os próprios investidores/clientes, *mediatizando a circulação da informação e cuidando que ela chegue ao investidor de modo que seja ela compreensível*"³⁸⁸.

Segundo, o art. 289.º do CVM³⁸⁹, a intermediação financeira é dividida em três grandes núcleos: o investimento em instrumentos financeiros; o auxílio às atividades referidas anteriormente; e a gerência de instituições que tenham a atividade de realizar investimentos coletivos e igualmente de depósitos dos valores mobiliários que fazem parte do património dessas instituições de investimento coletivo. Com os próprios já

³⁸⁷ Taime Haensel, *idem, ibidem*.

³⁸⁸ Carlos Osório de Castro, *A Informação (...)*, pp. 292 ss.

³⁸⁹ Nos termos do n.º 1 do art. 289.º CVM: "*São atividades de intermediação financeira: a) Os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros; b) Os serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento; c) A gestão de instituições de investimento coletivo e o exercício das funções de depositário dos valores mobiliários que integram o património dessas instituições*".

citados, *gatekeepers* a poderem-se enquadrar numa noção ampla desta figura, ainda que, com poderes reforçados por delegação do próprio regulador.

Os intermediários financeiros, ao contrário das relações entre os agentes do lado da procura e da oferta do mercado, no exercício da sua atividade não prosseguem interesses próprios, pois a sua atuação baseia-se numa relação de fidúcia³⁹⁰ entre os diversos agentes e, integra-se em especial na proteção do investidor não profissional ou não qualificado.

É esta a ideia presente no art. 304.º do CVM, a da existência de uma *relação de clientela*³⁹¹ na prática de atos por conta de outrem que, impõem como princípios norteadores da atividade de intermediação financeira: *o Princípio da Proteção dos Interesses dos seus Clientes; Princípio da Proteção da Eficiência do Mercado; Princípio de agir com Boa Fé; Princípio de Conhecer o Cliente; Princípio do Sigilo Profissional;*

Querendo isto, significar que os intermediários financeiros na prossecução da sua atividade em consonância com os interesses do mercado, estão não só vinculados aos deveres de informar (impostos pela legislação e pelo regulador), mas também ao dever de se informarem sobre os seus clientes e suas características (patrimoniais, profissionais pessoais e de investimento) e, ainda, sobre cada um dos produtos objeto da sua recomendação pessoal de investimento, como forma de garantirem ao investidor (clientes) uma decisão mais informada e às instituições financeiras um conhecimento do risco associado aos seus clientes, através da comunicação das informações recolhidas³⁹².

Ou seja, o intermediário está adstrito a uma obrigação de resultado (dever de informar) e a uma consequente obrigação de meios (obrigação de recolha de informação), sendo, este o garante do cumprimento (e responsável pela sua prova) dos deveres legais de informação³⁹³.

³⁹⁰ Cfr., introdutoriamente, António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 287-290 e 306-311. Para um maior desenvolvimento sobre o conceito de fiduciário e o dever fiduciário, cfr. António Barreto Menezes Cordeiro, *Do Trust no Direito civil*, ob. cit., pp. 463-476 e 519-562.

³⁹¹ Cfr. Carlos Ferreira de Almeida, *Relação de Clientela na intermediação de valores mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp.121-136; Felipe Canabarro Teixeira, *Da Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros*, quanto às informações que devem prestar aos seus clientes em valores mobiliários, Relatório de mestrado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, apresentado no âmbito do seminário de Direito dos Valores Mobiliários, sob regência da Professora Doutora Paula Costa e Silva, no ano letivo 2006/2007, pp. 6-25.

³⁹² Cfr. arts. 314.º e 317.º do CVM

³⁹³ “(...) cumprimento pelo intermediário financeiro das obrigações que assumiu para com os seus clientes no âmbito dos negócios que com eles celebra, acentuando um dever de especial proteção do interesse do credor neste tipo de contratos (...)”, V. Manuel Teles de Menezes Leitão, *Atividades de intermediação e*

Em todo o caso, importa lembrar que estes seus deveres não se estruturam apenas na relação contratual celebrada com a entidade financeira no âmbito de uma relação contratual entre si, mas antes correspondem a deveres de proteção dos investidores³⁹⁴, entendendo-se, como supra descrito, este dever de proteção do investidor também no plano de defesa do próprio mercado.

Para o desenvolvimento do nosso tema, não nos interessa, pelo menos por agora, tanto a análise do seu regime legal, mas mais do seu estatuto jurídico, isto é o conjunto de normas que regulam especificamente e numa perspetiva institucional, o exercício das atividades de intermediação financeira. Logo, interessa é apontar a disciplina da atividade de intermediação, nomeadamente dentro do acervo das normas de conduta elencado nos arts. 304.º e ss. do CVM³⁹⁵.

Pois, é através da imposição destes deveres jurídicos que, se têm em conta as relações do intermediário financeiro como um terceiro às relações contratuais provenientes de negócios do mercado financeiro, a sua intervenção junto destas e a sua relação com as autoridades de supervisão. Diremos que, a partir do estabelecimento normas de conduta (distintas dos deveres gerais de Direito), se percebe a importância que estas entidades exercem socialmente e economicamente³⁹⁶.

Desta forma, é clara a função informativa que os intermediários financeiros realizam no seio do cumprimento das suas tarefas profissionais e deontológicas, como peças-chave construídas pelas forças dos mercados para solucionar e diminuir os efeitos adversos da distribuição assimétrica da informação.

Porém, a sua atividade não é isenta de falhas e vícios e levanta mesmo a existência de problemas à intervenção pública na regulação dos mercados³⁹⁷. Desde logo, porque não é assegurado que haja uma efectiva dissuasão à prática de uma atuação parciária, em

responsabilidade dos intermediários financeiros, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 143 (129-156).

³⁹⁴ V. n.º 3 do art. 309.º do CVM: “*O intermediário financeiro deve dar prevalência aos interesses do cliente, tanto em relação aos seus próprios interesses ou de sociedades com as quais se encontra em relação de domínio ou de grupo, como em relação aos interesses dos titulares dos seus órgãos sociais ou dos de agente vinculado e dos colaboradores de ambos*”.

³⁹⁵ Tendo, em conta o objeto do presente estudo, relativamente à atividade de intermediação financeira importa acima de tudo os deveres do intermediário financeiro perante o cliente, em especial os deveres de informação. Como aliás já tivemos oportunidade de abordar no ponto 2. e 3. do capítulo II.

³⁹⁶ Cfr. Fernando Conceição Nunes, *Os Intermediários Financeiros*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 91-128.

³⁹⁷ *Idem, ibidem*.

benefício da parte mais forte da relação contratual em intermediação e que, é o agente contratual economicamente mais poderoso.

Sem falar no já aludido anteriormente, problema de agência, caso em que o principal que contratou um agente para desempenhar determinado serviço, segundo os seus interesses e fins, tem dificuldade em assegurar que o agente leva a cabo uma atuação da melhor forma possível para a prossecução desses interesses.

Nesas circunstâncias, quando alguém recorre a um intermediário financeiro (um agente) é com o objetivo de obter determinados resultados para os quais por si só não reunia meios suficientes de alcançar, ou seja, o agente traz consigo um melhor conhecimento do mercado permitindo ou auxiliando o principal na realização dos 'melhores' investimentos (e na sua gestão) com um maior conhecimento de causa, fruto da informação adicional (e essencial) que lhe é comunicado pelo intermediário.

O problema é poder haver, desde logo, uma evidente assimetria da informação entre ambas as partes, na medida que, o principal fica dependente do conhecimento que lhe é transmitido pelo agente e, é este que tem um conhecimento mais alargado de certas informações sobre o estado passado, atual e futuro dos mercados, fruto da sua melhor posição e força dentro deste.

Por esta razão, surge-nos problemas práticos a esta relação entre um principal e um agente (comitente e comissário), pois se no plano teórico o recurso a um agente é uma solução para diminuir as situações de assimetria informativa (nomeadamente os seus efeitos de seleção adversa), já no plano prático a 'história' é diferente, na medida que, a atuação do principal corre o risco de ser capturada pelos interesses próprios dos agentes.

É assim, que se explica que nos casos onde a gestão e administração de investimentos (e interesses) são (pelo principal) entregues à atividade financeira de empresas especializadas (agentes), como são os intermediários financeiros, há a possibilidade destas perante tanto poder que lhes é colocado nas mãos, procurarem aumentar esse mesmo poder, bem-estar e lucro, sob pena de realizarem ações desalinhadas com os objetivos impostos pelo principal.

Daí que se tenha verificado, nos últimos anos, casos de incentivo aos investimentos em ativos tóxicos que permitiram grandes lucros e bónus aos administradores bancários e de

seguradoras, em detrimento da ruína financeira das respetivas instituições que confiaram a gestão das suas carteiras a estes administradores, que agiam como seus intermediários financeiros³⁹⁸.

Se dirá, que nestes casos há sempre a possibilidade de se ativarem os mecanismos de responsabilização da atividade de intermediação financeira, mas, sendo, até verdade que é preenchida a sua estatuição, será sempre difícil a prova do não cumprimento por parte do agente dos seus deveres legais e normas de conduta -se, tratando se de uma verdadeira prova diabólica³⁹⁹.

Neste âmbito, estas falhas e vícios da atividade de intermediação acarretam também problemas para as próprias autoridades de supervisão e regulação, uma vez que estas também podem facilmente ser capturada por esta atividade de entidades independentes. Pois, sendo, os intermediários, através da sua atividade, os responsáveis pela divulgação de informação para o mercado (cumprindo os deveres legais de informação), também o próprio conhecimento de mercado do regulador é derivado ou influenciado pela sua atuação.

Havendo, assim, o risco de por falta de meios alternativos o regulador não conseguir, ora por falta de informação ora por conhecimento insuficiente, formar um juízo racional para fazer fase à realidade do próprio mercado e situação financeira do momento. Colocando a nu, o problema da aposta de uma vigilância predominantemente a posteriori, em detrimento de um controlo prévio essencial para a obtenção da informação.

A solução, mais uma vez, é a aposta na regulação desta atividade e imposição de um sistema de comandos, obrigações e monitorização, com todos os seus prós e contras sempre inerentes. Com a particularidade dos intermediários financeiros desempenharam uma função fiduciária, assumindo, no âmbito do desempenho da sua atividade, a obrigação de seguir os interesses dos seus clientes. Logo, estão adstritos a um dever de lealdade com carácter fiduciário, com uma maior extensão que o dever exigido para as relações de mera confiança⁴⁰⁰.

³⁹⁸ Cfr. Rute Saraiva, *Direito dos Mercados Financeiros*, ob. cit., pp. 93 ss.

³⁹⁹ *Idem, ibidem*.

⁴⁰⁰ *Infra* 1.2. do capítulo IV.

É aliás esta a grande diferença entre a figura dos intermediários financeiros e os *gatekeepers*, uma vez que regra geral não se reconhece que desempenhem uma função fiduciária, não agindo intrinsecamente de acordo com os interesses dos seus clientes, mas apenas sujeitos aos deveres de atuar diligentemente segundo o prisma do princípio da boa-fé, previsto nos arts. 487.º e 799.º do CC. Embora, como teremos oportunidade de verificar de seguida, os mecanismos de controle dos *gatekeepers* acabam por cada vez mais se aproximar ainda que inconscientemente dos normativos associados ao dever de lealdade como dever fiduciário.

3.3. Auditores financeiros

A imposição da realização regular ou periódica de auditorias financeiras, especialmente externas⁴⁰¹ e relativas aos balanços e rácios entre o ativo e passivo da empresa⁴⁰², é uma maneira de se monitorizar o cumprimento dos problemas enunciados anteriormente, nomeadamente de transmitir conhecimento de facto aos mercados, incentivando o cumprimento dos deveres de informação e condicionando a conduta do agente na linha dos interesses do principal.

Deste modo, os auditores financeiros, também eles *gatekeepers*⁴⁰³, assumem um papel determinante ao nível da circulação da informação, basta pensar que a publicação dos resultados destas auditorias, ditas externas e independentes à atividade normal/interna das

⁴⁰¹ Atualmente a referência a auditoria externa não tem suporte legal, por força da eliminada da figura do "auditor externo" anteriormente referida nos artigos 8.º a 9.º-A do Cód.VM. Desta feita, o n.º 2 do art. 8.º do ROC/SROC e a atividade por ele desenvolvida são, para efeitos do CVM, designados, respetivamente, por "auditor" e por "auditoria". Utilizamos aqui a referência a auditoria externa para assinalar a independência desta atividade face à atividade da instituição objeto da auditoria.

⁴⁰² Conforme consta no art. 77.º do Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (EOROC), aprovado pela Lei n.º 140/2015, de 7 de setembro, e no Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria (RJSA), aprovado pela Lei n.º 148/2015, 9 de setembro, que transpuseram para a ordem jurídica interna a Diretiva 2014/56/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que altera a Diretiva 2006/43/CE relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas, e asseguram a execução parcial do Regulamento (UE) n.º 537/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo aos requisitos específicos para a revisão legal das contas das entidades de interesse público e que revoga a Decisão n.º 2005/909/CE da Comissão.

⁴⁰³ Segundo, Paulo Câmara, *"embora os auditores celebrem com as empresas suas clientes contratos de direi- to privado, realizam na verdade uma função de interesse público. Com efeito, são guardiões da legalidade contabilística e do rigor da informação financeira (gatekeepers, na linguagem norte-americana agora retomada e aprofundada nomeadamente pelo Professor John Coffee Jr.). E é esta dupla função do auditor (prestação de serviço ao cliente e proteção do interesse de terceiros) que explica a essencialidade da sua independência"*. V. Paulo Câmara, A atividade de auditoria e a fiscalização de sociedades cotadas - definição de um modelo de supervisão, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 16, 2003, p. 94.

empresas, emitida para conhecimento do público em geral e interessado em investir numa *fotografia* da capacidade financeira das empresas⁴⁰⁴.

Os auditores financeiros embora sujeitos de Direito privado, devem estar registados e acreditados pela CMVM⁴⁰⁵, orientando a sua atividade de forma idônea, independente e tecnicamente competente para a verificação – via emissão de pareceres – do cumprimento e veracidade técnica e material da forma e conteúdo dos deveres informativos de prestação/divulgação⁴⁰⁶.

Trata-se de peritos financeiros, com competência técnica, garante da formação de juízos financeiros objetivos, ao executarem a revisão de contas das empresas presentes nos mercados financeiros, produzindo um bem informativo. E, assim, desempenhando uma função de fornecer ao mercado o saber ou o conhecimento sobre determinadas matérias que, por forças das suas características, capacidades e competências transmitem fidedignidade no cumprimento da sua atividade e nos resultados obtidos⁴⁰⁷.

Tal atividade é exercida segundo uma dupla função, ora como prestador de serviços ao cliente, com o qual se celebrou um contrato, ora simultaneamente na proteção dos interesses de terceiros, dada a sua função como *guardião* da legalidade contabilística e do rigor da informação financeira, dado, o seu estatuto de *gatekeeper*⁴⁰⁸.

Por esta via, se tem alertado para necessidade de estes auditores financeiros serem entidades verdadeiramente independentes no exercício das suas funções⁴⁰⁹, estando por isso vinculados a determinados deveres, como o dever de expressar em termos rigorosos

⁴⁰⁴ Sobre aquilo que deve ser objeto do relatório elaborado por auditor sobre a informação financeira anual contida em documento de prestação de contas ou em prospeto, cfr. art. 8.º do CVM e art. 62.º do EOROC.

⁴⁰⁵ Nos termos do n.º 1 do art 8.º do CVM, as funções do ‘auditor registado na CMVM’ são desempenhadas por ROC/SROC que devem estar registados na CMVM para o exercício de funções de interesse público. Para tal, no art. 4.º do RJSA é imposto o registo obrigatório de todos os ROC/SROC na CMVM para efeitos do exercício de funções de interesse público. Tendo sido eliminado o registo de auditores junto da CMVM anteriormente existente, dependente da verificação de requisitos específicos previstos no Regulamento da CMVM n.º 1/2014.

⁴⁰⁶ Cfr. arts. 69.º a 84.º do EOROC, em especial as condições impostas no art. 77.º.

⁴⁰⁷ Alexandre Lucena e Vale, Consultoria para investimento em valores mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 343-404.

⁴⁰⁸ Paulo Câmara, O governo das sociedades em Portugal: uma introdução, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12, 1999, p. 51.

⁴⁰⁹ Cfr. Paulo Câmara, A atividade de auditoria e a fiscalização de sociedades cotadas - definição de um modelo de supervisão, ob. cit., pp. 93-98.

as suas opiniões profissionais, o de organização eficiente da empresa de auditoria e de não aceitação de trabalhos que possam comprometer a sua independência⁴¹⁰.

Em todo, o auditor financeiro é alvo de uma grande pressão e tensão que, caso este ceda, o pode levar a incumprir o seu dever de independência, desde logo, porque pela natureza contratual das suas funções há sempre uma dependência do agente para com quem o contratou, no caso dos administradores da empresa a auditar que, são os responsáveis pelo seu pagamento e só beneficiam quanto mais positivos sejam as conclusões financeiras da auditoria.

Há assim, sempre um jogo de forças e poderes, pois o auditor não só tem de agir dentro dos princípios contratuais da Boa Fé junto de quem o contratou, como ainda, deve atender aos interesses dos detentores do capital social, dos credores e dos potenciais investidores⁴¹¹. Mas também, há sempre a hipótese perigosa de captura do auditado pelo auditor, uma vez que, o primeiro depende do aval positivo do segundo, pode acontecer que no uso da posição fulcro que desempenha, o auditor seja tentado a aproveitar-se desse poder, chantageando o seu próprio cliente⁴¹².

É um problema para o mercado da informação, pois caso se verifique a cedência do auditor às influências do administrador que o contratou, este não só violará os deveres a que está legalmente e profissionalmente vinculado, como resultará no envio ou transmissão aos mercados financeiros de informações erradas e até falsas, maquiadas de forma a beneficiar os interesses da gestão das empresas auditadas, indiferente aos prejuízos causados a quem acreditou naquilo que lhe foi comunicado e aos riscos que acarreta para a própria estabilidade e eficiência da economia.

Neste sentido, fica evidente que são necessárias soluções para se criarem condições para que o auditor sofra menos pressões ou que não ceda a estas, havendo assim, dois caminhos distintos a seguir: o da autorregulação vs. a regulação pública. Em linhas gerais, podemos considerar, uma vez que estamos perante efeitos ocorridos pelo funcionamento do

⁴¹⁰ Cfr. arts. 10.º e al. f) do n.º 1 do art. 359.º do CVM

⁴¹¹ Bruno Botelho Antunes, Breves Considerações sobre a Independência na Auditoria, Relatório de Mestrado, em Ciências Jurídico-Económicas, ano letivo de 2002/2003, sob orientação do Prof. Doutor Fernando Araújo, FDUL, 2002/2003, pp. 12-19.

⁴¹² Gonçalo Castilho dos Santos, Recomendações de investimento em valores mobiliários e conflito de interesses, in Direito dos Valores Mobiliários, volume VIII, Coimbra Editora, 2008, pp. 337-340.

mercado, a possibilidade da regulação (e resolução) destas falhas ou vícios serem entregues ao funcionamento dos próprios mercados⁴¹³.

Neste âmbito, alguns autores falam do mecanismo de capital reputacional⁴¹⁴, tendo por base a ideia que, se um auditor ceder às pressões do auditado, no sentido, de omitir erros ou inexatidões encontrados nos relatórios de contas de uma empresa, ou de certificar demonstrações financeiras que nem chegou a verificar e, caso seja mais tarde descoberto que tais informações estavam erradas ou eram falsas, como aconteceria se a empresa acabar por entrar em processo de falência, este auditor que mentiu verá a sua credibilidade e reputação cair perante o mercado e, conseqüentemente a sua quota no mercado registará uma diminuição e se perderá rendas.

Deste modo, haverá um natural desincentivo em se violar o dever de independência, que será maior ou menor consoante a própria dimensão da empresa de auditoria e das empresas auditadas⁴¹⁵. Porém, esta linha de pensamento é alvo de críticas, alegando-se a insuficiência de só por si do mecanismo de reputação como meio de defesa da independência da auditoria, abrindo-se um caminho à regulação pública, através da regulamentação jurídica da respetiva atuação e fortalecimento dos mecanismos responsabilização civil em caso de incumprimento⁴¹⁶.

Posto isto, salienta-se mais uma vez, a ideia que não basta impor aos mercados deveres de informação, é necessário controlar a qualidade da informação transmitida aos agentes do mercado da informação. Pois, caso contrário, há o risco sério do regulador público perder um domínio sobre o mercado, assumindo estes *gatekeepers* uma imparável força e influência preponderantes no sector financeiro.

No caso da auditoria financeira teremos, assim, relatórios de contas aprovados com o aval de supostos peritos/especialistas independentes que, na verdade não permitem ao público geral um conhecimento real sobre o estado financeiro do mercado, onde se pretende

⁴¹³ Cfr. Srinivasan Krishnamurthy, Jian Zhou e Nan Zhou, Auditor Reputation, Auditor Independence, and the Stock-Market Impact of Andersen's Indictment on Its Client Firms, março de 2002 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=817007##).

⁴¹⁴ John C. Coffee Jr., Gatekeepers: the professions and corporate governance, Oxford University Press, 2006, pp. 288-289 e 329-330. Merri B. Fox, Gatekeeper Failures: Why Important, What to Do, Michigan Law Review, vol. 106, 2008, (disponível em <http://repository.law.umich.edu/mlr/vol106/iss6/9>), pp. 1106-1107.

⁴¹⁵ Benito Arruñada, Audit Quality: Attributes, Private Safeguards and the role of regulation, 2000.

⁴¹⁶ Cfr. Luís Menezes Leitão, A responsabilidade do auditor de uma sociedade cotada, in Direito dos Valores Mobiliários, Volume VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 229-240.

investir. Gerando-se um maior número de informação disponível, mas sem que, tal corresponda a um correlativo aumento do conhecimento correto sobre certos aspetos do sector, havendo apenas uma mera aparência de conhecimento⁴¹⁷.

Deste modo, de acordo com o Regulamento Europeu de Auditoria, à atividade de auditoria deve estar sujeita à supervisão adequada por parte de autoridades competentes e independentes do exercício profissional da auditoria⁴¹⁸, para se assegurar a necessária confiança dos investidores e dos consumidores no mercado e independência de quem realiza as auditorias, evitando conflitos de interesses⁴¹⁹.

A este propósito, seguiram-se reformas que visavam corrigir a ineficiência da fiscalização desta atividade, nomeadamente através da introdução de requisitos mais exigentes quanto à independência do auditor, como é o dever presente no art. 71.º do EOROC do próprio auditor confirmar previamente a sua independência à avaliação do órgão de fiscalização da entidade auditada, dos deveres de autoavaliação impostos ao auditor ou da proibição da prestação de serviços distintos de auditoria⁴²⁰.

3.4. Agências de rating

No caso das agências de rating ou de notação de risco⁴²¹, estas são igualmente entidades privadas, especializadas em atuar como intermediários informativos entre as instituições e os investidores, produzindo informação relativa à qualidade das empresas e dos seus

⁴¹⁷ Uma realidade demonstrada pelos sucessivos escândalos financeiros de 2001 e 2003 nos EUA (como os da Enron ou da World-Com) e na Europa (como da Royal Ahold ou da Parmalat) que alertaram para a necessidade de reforçar supervisão da auditoria financeira. Para um maior desenvolvimento sobre este enquadramento histórico, cfr. José Ferreira Gomes, A responsabilidade Civil dos Auditores, in Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades, ob. cit., pp. 344-354.

⁴¹⁸ Em Portugal, nos termos do art. 4.º do RJSA, a supervisão da atividade de auditoria é competência da CMVM.

⁴¹⁹ Tiago dos Santos Matias, Os auditores e os serviços distintos de auditoria proibidos: Algumas pistas sobre o novo regime, in Revista de Direito das Sociedades, Ano IX, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2017, p. 493.

⁴²⁰ Cfr. arts. 71.º, 74.º, 77.º e 78.º do EOROC. Sobre todas medidas impostas no reforço europeu da supervisão da auditoria, cfr. Tiago Santos Matias, Os auditores e os serviços distintos de auditoria proibidos: Algumas pistas sobre o novo regime, ob. cit., pp. 493-496.

⁴²¹ Em Portugal, não há um regime ou estatuto autónomo para as agências de notação de risco, encontrando-se diversas referências a estas dispersas em diferentes diplomas. Uma dessas referências diz consta na al. b) do n.º 4 do art. 349.º do CSC, no qual é formulado uma exceção à proibição da emissão pelas sociedades anónimas de obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios, para as sociedades que apresentem notação de risco da emissão atribuída por sociedade de notação de risco registada na CMVM. V. Manuel Sá Martins, Responsabilidade civil das agências de notação de risco por informações prestadas aos investidores, in Cadernos do mercado de valores mobiliários, n.º 47, abril de 2014, p. 14.

produtos e serviços, reduzindo os custos de compreensão do risco de crédito por parte dos investidores.

Estas entidades emitem pareceres relativos à solvência de certos emitentes e à qualidade de crédito de certos instrumentos financeiros ou sobre qual é a probabilidade de incumprimento de obrigações por parte de um agente do mercado, ao sinalizarem ou anotarem no mercado o risco que determinada instituição ou os seus produtos ou serviços representam. Através da atribuição de um rating (grau de notação do risco) positivo ou negativo⁴²², correspondendo respetivamente se a instituição ou o seu produto financeiro representa um baixo ou alto risco.

Assim, sendo, o recurso ao trabalho das agências de rating é idealizado como uma forma de reduzir as assimetrias informativas, supra descritas, e promovendo o aumento da transparência do mercado financeiro. E ainda, contribuindo para mitigar os problemas acima referidos entre principal e agente, representados nas relações entre investidor e intermediário financeiro, na medida que, o recurso à informação disponibilizada pelas agências de rating é uma forma de desresponsabilização e de diminuição do risco dos investimentos prosseguidos com o capital do principal e realizados pelo agente, vinculado a investir apenas em produtos classificados apenas com bons ou positivos ratings. Tendo, a particularidade de assumirem uma forte posição de domínio e até de controlo sobre os mercados financeiros, bem evidentes nestes últimos anos, de crise financeira e económica decorrente do 'crash' das dívidas soberanas.

A questão no nosso estudo relativo às agências de rating, esta em saber se verdadeiramente o recurso aos seus serviços produz verdadeiramente uma redução dos efeitos associados à assimétrica distribuição da informação entre os agentes e se como *gatekeepers* atuam como verdadeiros auxiliares das funções de supervisão do regulador. Algo que, à partida é de todo questionável dada a grande contestação pública⁴²³ sobre a

⁴²² Os ratings atribuídos pelas agências são revelados ao mercado através de símbolos integrados em escalas variáveis para os vários instrumentos financeiros suscetíveis de análise. Estas escalas permitem classificar os emitentes, ou os instrumentos analisados em categorias que refletem o nível de risco. Fala-se de um grau de notação 'investimento' caso corresponda a um emitente ou instrumento de baixo risco e de um grau de notação 'especulativo' correspondente a uma situação de risco elevado. V. Raquel Franco, A relevância da informação nos mercados financeiros e o papel das agências de notação de risco de crédito, Relatório de Mestrado de Direito Internacional Económico, sob regência de Paula Vaz Freire e Luís Morais, FDUL, Lisboa, 2009, p. 14; SEC, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, janeiro de 2003.

⁴²³ Conforme assinalou Carneiro Frada; “*andam (as agências de rating) nas bocas do mundo (...) não propriamente por boas razões e, que parece suscitar a convicção da necessidade de uma resposta*

atividade destas agências, resultando em queixas e investigações criminais junto de alguns países, sem esquecer os polémicos casos *Lehman Brothers* e *Parmalat* ou *Enron*.

Para responder a tal questão, importa, desde logo, analisar se o conteúdo informativo dos pareceres emitidos pelas agências de rating é viável e correto na avaliação que faz da capacidade de cumprimento do emitente em causa. Em relação, a este ponto é em primeiro lugar determinante saber se aquilo que está na base da avaliação acerca de um emitente e seus instrumentos financeiros e, por sua vez se é correto e viável, isto é, se são claras e certas as informações-base aos seus pareceres sobre a relação ativo e passivo do emitente, as suas receitas, o seu grau de endividamento e o seu historial de desempenhos financeiros.

Mas em segundo lugar é tão ou mais importante, a forma como são interpretadas pelas agências essas informações-base, no momento de se definir a avaliação sobre os emitentes, de modo a que, o seu parecer seja um retrato o mais próximo possível com a realidade em causa, sendo, uma verdadeira fotografia do emitente, sem quaisquer retoques ou disfarces da realidade (no fundo se procura obter uma fotografia sem edição ou *photoshop*).

Quer isto dizer, que as agências de rating como *gatekeepers* só cumprem a missão idealizada de aumento da transparência do mercado financeiro e consequente subida da sua eficiência, dependendo do nível informativo daquilo que é atribuído e classificado pelos seus pares. Sobre este problema, colocam-se muitas dúvidas como sendo um dos paradoxos da atividade de rating, dado o facto dos ratings por si emitidos apresentarem verdadeiramente pouco ou quase nenhum conteúdo informativo.

Ou seja, embora assumam estas agências uma função determinante a nível global como fonte de informação aos investidores, tendo, as suas notações um enorme impacto na forma como influenciam o funcionamento dos mercados financeiros, a verdade é que, se tem entendido que os seus poderosos ratings têm uma natureza pouco informativa, sendo formados muitas vezes a partir de um jogo de interesses e concessões⁴²⁴.

adequada, que tarda, por parte do Direito”. V. Carneiro da Frada, Sociedades e notação de risco (rating) – a proteção dos investidores, II Congresso DSR, 2012, p. 341-346:

⁴²⁴ Numa clara violação dos requisitos mínimos exigidos no art. 7.º do CVM, que se aplica também aos relatórios de notação de risco.

A este propósito se pode falar em paradoxos à atividade das agências de rating, nomeadamente porque o seu mercado é pouco concorrencial e tendencialmente oligopolista, pouco transparente e dominado por conflitos de interesses⁴²⁵. Pois, é um mercado dominado em mais de 90% por apenas três agências norte-americanas, que utilizam métodos e fórmulas semelhantes e se verifica uma atuação praticamente quase conjunta, na medida que, a tendência é atribuírem avaliações semelhantes às mesmas empresas e instituições e seus produtos e serviços.

Levantando-se suspeitas relativamente a alguma conformação com as avaliações já previamente formuladas, atuando de um modo cíclico e dando abrigo aos juízos e opiniões maioritárias no mercado e, consequentemente deixando os seus pareceres de serem fruto de um efetivo estudo e análise de dados e factos por si conhecidos.

Esta quase inexistência de concorrência e de uma atuação quase oligopolista (dada a dificuldade de entrada de forças concorrentes) acarreta uma execução dos seus serviços pouco rigorosa, dada a evidente falta de estímulos para uma prática mais exigente da sua atividade, por força da ausência de quaisquer ameaças à sua quota de mercado⁴²⁶.

Neste contexto, se aponta a falta de transparência na divulgação dos métodos e pressupostos utilizados nas análises e avaliações financeiras levadas a cabo por estas agências, sendo, praticamente impossível ao investidor saber em concreto como se chegou a determinadas conclusões. Surgindo, ainda, o problema de a divulgação adicional de informação ser realizada apenas aos seus próprios subscritores, ou seja, àqueles que pagam para receber mais informação, em detrimento do público em geral, como ocorre no caso de previamente a uma divulgação pública de alterações de ratings.

Desta forma, a atividade das agências de rating acaba por contribuir diretamente para algo que, se visaria evitar ou mitigar, a assimetria informativa, ao colocarem os seus subscritores numa posição de vantagem informativa sobre o público em geral. Mas ao se falar na concessão de regalias aos seus subscritores, verifica-se ainda, um outro paradoxo da sua atividade, a forma como estas estão expostas a diversos conflitos de interesses, em

⁴²⁵ Cfr. Steven L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, University of Illinois Law Review, vol. 1, 2002, pp. 3-6.

⁴²⁶ *Idem, ibidem*.

especial o de serem pagas pelos próprios emitentes dos produtos financeiros que devem avaliar (*issyer-pays model*).

Havendo o perigo das agências serem levadas por uma necessidade de preservarem ou expandirem a sua quota de mercado, a atribuírem ratings elevados aos seus emitentes e deixando o rating de depender da qualidade da informação subjacente à avaliação que é feita.

Esta situação é ainda fomentada, ao se lhes atribuir pelos reguladores e investidores um cargo pago, com a transferência para as agências de rating da função de avaliarem os emitentes e suas emissões, passando o rating a tornar-se no eixo em torno do qual gira todo o sistema financeiro.

Estes paradoxos da atividade da notação de risco alertam para a possibilidade da emissão no mercado de ratings pouco rigorosos ou seletivos, salientando a importância de algo já referido, no momento em que nos focamos na questão da privatização de funções de supervisão na figura dos *gatekeepers*, da necessidade de regulação destas entidades intermediárias.

No caso das agências de rating é esta uma matéria que tem estado na ordem do dia⁴²⁷, até porque o véu de irresponsabilidade que tem protegido a atividade destes supostos intermediários informativos, mesmo em situações onde se provou a falta de rigor dos ratings atribuídos, onde nenhuma responsabilidade lhes foi associada. Tendo, se defendido ao abrigo do Direito Constitucional Norte-Americano, com base na 1ª Emenda da Constituição Federal dos EUA⁴²⁸, alegado que os seus pareceres se trata de meras opiniões, equiparáveis à atividade dos media e protegidas pela insindicabilidade da liberdade de expressão⁴²⁹.

⁴²⁷ Manuel Sá Martins, Responsabilidade civil das agências de notação de risco por informações prestadas aos investidores, ob. cit., pp.9-28.

⁴²⁸ "Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances", First Amendment to the United States Constitution.

⁴²⁹ A avaliação feita pelas agências de rating é interpretada como não constituindo uma previsão de incumprimento ou recomendação de investimento, podendo antes ser tida como uma opinião sobre o risco de crédito. V. Manuel Sá Martins, Responsabilidade civil das agências de notação de risco por informações prestadas aos investidores, ob. cit., p. 10.

Mas mesmo assim, há, quem conteste uma maior regulação da atividade das agências de rating como uma forma de garantir a não prossecução de interesses próprios e se ir ao encontro das pretensões dos consumidores (público em geral), por tal não compensar o aumento de custos que implicaria ao nível da administração pública (em recursos humanos, materiais, técnicos e logísticos) e para os próprios privados na adaptação a novas regras. E por outro lado, há mesmo quem afirme ter dúvidas que a regulação levasse a um verdadeiro aumento da credibilidade e fidedignidade dos ratings e, tivesse força suficiente para inverter o jogo de interesses e 'vícios' desta actividade, dada, a real distribuição de forças no mercado⁴³⁰.

Posto isto, no lugar da regulação pela intervenção pública da sua atividade, quaisquer resoluções de falhas de condutas destes intermediários devem ser entregues à própria autorregulação no mercado, mais uma vez se parte da ideia do chamado mecanismo do capital reputacional, como meio bastante de garantir a qualidade do exercício da sua atividade.

Pois, sendo, o grau de credibilidade da sua atividade (de reputação) o suporte da sua quota de mercado, isto obrigará a que estas mantenham a objetividade no momento da emissão das suas avaliações, sob pena de perda do seu lugar no mercado. Ou seja, não será racional uma agência arriscar a sua própria reputação perante o mercado, apenas para agradar a um ou outro cliente, mais valendo "perder a receita de um cliente que perder a receita de todo o mercado potencial por arriscar a sua reputação"⁴³¹.

Porém, este tipo de argumentação podendo ser até teoricamente correto, acaba por embater na realidade financeira e económica recente, como exemplo do já citado caso *Lehman Brothers*. Ou ainda, dos exemplos de casos que revelam a insuficiência ou falha do chamado capital reputacional, como a situação do surgimento de novos produtos no mercado, pois dado não gozarem as agências de reputação de qualidade relativa à notação dos mesmos, estas nada perdem quando emitem o rating, podendo ser tentadas até em emití-lo quando não dispõem de informação, em qualidade e quantidades suficientes para uma rigorosa e correta avaliação.

⁴³⁰ Cfr. Steven L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, ob. cit., pp. 13-20.

⁴³¹ Raquel Franco, " A relevância da informação nos mercados financeiros e o papel das agências de notação de risco de crédito, ob. cit., p. 50.

Logo, por si só o funcionamento do dito mecanismo reputacional não é suficiente para conduzir as agências no caminho do rigor, objetividade e qualidade das suas análises e exames. E uma vez que, a sua atividade tem um grande peso e relevância no funcionamento dos mercados financeiros tem se concluindo ser necessário a conceção de outros meios para assegurar que os seus serviços são desempenhados de modo classificado como credível.

Neste âmbito, são várias as possíveis respostas regulatórias apontadas na sequência da crise financeira do início da década, existindo um posterior debate relativo à insuficiência destas respostas ao nível da eficiência na correção das deformações do funcionamento do mecanismo reputacional e de necessidade de equacionar outros tipos de mecanismos de controle⁴³².

Em todo o caso, mais uma vez se conclui, no seguimento do referido em relação à atividade de intermediação financeira e dos auditores financeiros, que por força da exigência do recurso a estas atividades, os mercados financeiros são eventualmente alvo de uma maior informação, mas em todo o caso, não significa isto que, os seus agentes sejam verdadeiramente informados sobre aquilo que é a realidade financeira e, acabem a sim por tomar uma decisão de investir de modo verdadeiramente esclarecido e até confiante.

3.5. Divulgação e utilização de informação privilegiada

Um outro problema relevante em matéria de regulação de informação diz respeito aos casos de *insider trading*, isto é, da situação abusiva de uso e divulgação de informação privilegiada, por parte de quem adquire e detém informação não pública relativa a determinados aspetos do funcionamento do mercado, sobretudo relativos a empresas ou sociedades financeiras (mercado dos valores mobiliários).

⁴³² As questões ligadas ao este âmbito são amplas e demasiado complexas para nos podermos delas ocupar em detalhe, para um desenvolvimento mais pormenorizado, cfr. Raquel Franco, A relevância da informação nos mercados financeiros e o papel das agências de notação de risco de crédito, ob. cit., pp. 64-72. Mas de qualquer modo, no plano do Direito europeu convém referir o Regulamento (UE) n.º 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco, onde se procurou aperfeiçoar o respetivo quadro regulamentar, nomeadamente, entre outras medidas, através da sujeição das agências de notação de risco a uma responsabilidade potencialmente ilimitada se as mesmas violarem o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 com dolo ou negligência grave.

Estes sujeitos detentores de informações desconhecidas do público em geral, estão, assim, numa posição de vantagem em relação aos outros agentes do mercado, pois como visto anteriormente no início da nossa análise, a quem é detentor de um certo grau de informação detém um poder sobre o mercado, em especial o nível de poder fazer flutuar os preços, influenciando assim o funcionamento dos mercados.

O caso típico de abuso de informação privilegiada ocorre a partir da já referida *teoria da agência*, com a problemática dos gestores de uma organização dentro do exercício das suas funções terem acesso a informação não pública que, se considera ter potencialidades *prive sensitive* e, da usarem para o seu proveito próprio, em detrimento dos objetivos dos proprietários da organização⁴³³. É uma situação caracterizada, mais uma vez, pela violação de um dever fiduciário, devido por um *corporate insider* aos acionistas de uma companhia, ao valer-se de informação confidencial que possui.

Observe-se, contudo, que se tem entendido que dentro desta temática podemos distinguir duas situações, uma designada pela doutrina norte-americana como uma *fraud on the source* (em que a vítima é claramente a fonte da informação, ou seja, o seu proprietário ou detentor inicial) e uma outra como uma forma específica de violação do *duty of disclosure* (em que a vítima, podendo continuar a ser o proprietário ou detentor da informação, é também o acionista que negocia com o insider). Esta segunda perspetiva tem "*modificado o enquadramento tradicional da construção, fazendo com que o crime (...) seja visto como uma fraud on the market, ou seja, como uma lesão objetivável nos investidores*"⁴³⁴.

O *insider trading* representa assim, uma situação de assimetria de informação que, não é possível controlar diretamente através da regulação do mercado secundários da informação, pois esta vantagem informativa exclusiva de certos sujeitos forma-se no âmbito das internas relações contratuais funcionais ao mercado e, muitas vezes no exercício de funções impostas por lei para regular a própria produção e dispersão de informação.

⁴³³ Situação de "*risco moral entre stockholders e administração*", v. Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade e intervenção pública, ob. cit., p. 110.

⁴³⁴ Cfr. Frederico de Lacerda da Costa Pinto, O novo regime dos crimes e contraordenações no Código dos Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, Coimbra, 2000, p. 57-58

Mas, por uma questão de defesa da eficiência das empresas financeiras e do próprio mercado financeiro e por necessidade de proteger a igualdade entre investidores e segurança dos investimentos, há, uma necessidade de ocorrer uma intervenção pública em defesa de bens jurídicos supra individuais e difusos, no caso para evitar que certos sujeitos através da sua posição de proximidade com os agentes do lado da oferta ganhem uma vantagem de mercado (pela utilização de informação dita privilegiada) sobre outros sujeitos⁴³⁵.

A forma encontrada para se evitar esta situação e os efeitos associados às assimetrias informativas, passou pela proibição do uso e divulgação deste tipo de informação e pela instituição de um regime sancionatório, mas mais que a aplicação de uma mera sanção administrativa pecuniária sobre estas condutas, optou-se mesmo pela criminalização do abuso de informação⁴³⁶. Sendo, previsto e punido pelo art. 378.º do CVM o crime de abuso de informação privilegiada, incriminando-se quem praticar o acto de disposição e comercialização de informação privilegiada.

Com tudo isto, pretendeu-se criar um efeito preventivo, afastando dos mercados a hipótese de uso ilegítimo de informação privilegiada, por parte daqueles que detém informação ainda não tornada pública e desconhecida da generalidade dos agentes do mercado. E em paralelo a esta repressão criminal e sancionatória, adotaram-se outras medidas preventivas, como a imposição de um regime de confidencialidade da informação, pois, se a informação for apenas conhecida por um reduzido *inner circle* de pessoas identificadas os riscos de abuso serão minimizados.

Daí que, se fale em sigilo bancário ou se exigia por parte dos emitentes do mercado de valores mobiliários a identificação de todos os seus trabalhadores e colaboradores que têm acesso a informação privilegiada, através de uma lista de *insiders*⁴³⁷, procurando com

⁴³⁵ Dentro, desta temática, de destacar a importância do art 14.º da Diretiva 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), como uma reação aos escândalos sucessivos verificados nos EUA, no qual se estabeleceu a definição de medidas e sanções e princípios a ser prosseguidos pelos reguladores de cada Estado-Membro.

⁴³⁶ Fala-se de num *Direito Penal Financeiro*, cfr. Renata Rodrigues de Abreu Ferreira, Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Criminais, apresentada na FDUC, sob orientação do Professor Doutor José Francisco de Faria Costa, Coimbra, 2014.

⁴³⁷ É ainda, exigido a comunicação e esclarecimento aos *insiders*, da sua inclusão em tal lista e quais as consequências da violação do seu dever de não divulgação e utilização abusiva de informação privilegiada. Cfr. n.º 4, 6 e 7 do art. 248.º do CVM e o art. 6.º do Regulamento da CMVM nº 5/2008 de 15 de outubro.

isto dissuadir eventuais comportamentos abusivos, uma vez que à partida o grupo de eventuais suspeitos já está definido e identificado.

Porém, apesar de toda a lógica assente nestes mecanismos repressivos e persuasivos dos casos de *insider trading*, temos verdadeiramente dúvidas que os seus fins sejam atingidos, podemos falar mesmo num vício de sistema, dado que para além da eventual dificuldade de prova de abuso de informação, também os seus efeitos persuasivos e dissuasores são fracos ou reduzidos. Pois o benefício a obter através do recurso a este tipo de práticas desleais poderá compensar qualquer condenação e sanção, não há assim, uma eliminação da totalidade do risco de alguém quebrar as regras da confidencialidade e passar essas informações a terceiros ou negociar com bases nelas.

Perante estas dificuldades na eliminação total do risco que é o abuso de informação privilegiada, coloca-se a questão de saber se haverá uma solução diferente mais eficaz. A resposta que se tem lançado neste sentido é de se optar por promover o fim da existência de informação privilegiada. Tornando cada vez mais imediata a divulgação à generalidade dos interessados de toda e qualquer informação dita privilegiada, ou seja, defende-se o fim do segredo sobre certas informações, que passam a ter de ser obrigatoriamente divulgadas, como forma de eliminar o risco de criação de assimetrias informativas a partir da prática do crime de abuso de informação⁴³⁸.

No fundo, esta ideia situa-se dentro da lógica que descrevemos anteriormente, de acreditar que um mercado onde a informação relevante é pública tornará esse mercado perfeito, na medida que funcionará de forma simétrica e homogênea para todos os seus sujeitos. É aliás, essa lógica que está instituída nos já citados deveres de divulgação de informação que, ao nível do mercado dos valores mobiliários, regulados pela CMVM, em especial na determinação de todos os factos e atos que pela relevância que assumem para o regular funcionamento dos mercados devem ser obrigatoriamente publicitados, dada a imprescindibilidade que representam para o funcionamento dos mercados, incluindo-se neste conceito casos de informações privilegiadas. É isto, que é imposto pelo art. 248.º do CVM, estatuinto que factos e atos devem ser tornados públicos sempre que por

⁴³⁸ Neste sentido, V., por exemplo, Filipe Matias Santos, *Divulgação de informação privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 42-43.

determinado motivo e contexto, se revelem essenciais à eficiência, segurança e estabilidade do funcionamento dos mercados⁴³⁹.

Contudo, esta obrigação de divulgação de certo facto ou acto corre o risco de entrar em conflito com os interesses internos das empresas, pois pode se estar a obrigar a divulgar informação que uma empresa do sector financeiro não pretende ver tornada pública, por se tratar de factos e atos que representam as 'armas', com o qual essa empresa visa atuar no mercado, tendo, em vista a maximização do seu lucro e da sua quota de mercado. Isto é, representam os seus 'segredos' sobre o negócio, como projeto ou planos de negociação ou das próprias conversações estabelecidas num processo de negociação, cuja sua publicitação pode provocar prejuízos à prossecução da atividade comercial pela empresa.

Neste âmbito, a legalização da divulgação e uso de informação dita privilegiada, para além, dos já enunciados custos que acarreta a prestação de toda e qualquer informação, como exigido pelo regulador, também pode inclusivamente colocar em causa a própria estabilidade financeira da atividade comercial do lado da oferta do sector financeiro, dada, a hipótese do dever contínuo de prestação de informação considerada relevante ao mercado recair sobre factos ou atos que representam a chamada 'alma do negócio'.

Deste modo, há sempre o problema de saber em que medida são controladas estas falhas da própria regulação que permitem a divulgação e posterior uso de informações privilegiada e o controlo ou responsabilização de casos de *insider trading* entre sujeitos e agentes do sector financeiro. Sendo, o caso de *insider trading* uma falha de regulação, na medida que, a dispersão de informação privilegiada pode ser incentivada e legitimada a partir das obrigações de publicitação de informação.

Por outro lado, posto isto, se compreende que nem sempre mais informação corresponderá a uma maior eficácia dos mercados, dado que, a divulgação de certo conteúdo informativo provoca efeitos negativos para os elementos do lado da oferta, podendo mesmo a ocultação de certos factos ou aspetos ser benéfico para a eficiência dos negócios (investimentos) inseridos em mercados de pouca liquidez ou muito centralizados ou constituídos por empresas de media ou pequena dimensão.

⁴³⁹ De acordo, com o n.º 2 do art. 248.º do CVM, só se constitui no dever de divulgar a informação que, se lhe fosse dada publicidade seria "*idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados*".

3.6. Caso BES e BANIF

Após todo o elenco teórico supra descrito, aproveitaremos a parte final deste ponto para entrarmos na temática dos recentes casos dos intitulados lesados de instituições bancárias, em especial no que diz respeito aos casos BES e BANIF, recentemente no sector financeiro português e, que tanto mediatismo e repercussão política receberam. Uma vez que, a partir da sua análise ou invocação podemos extrair destes casos problemas exemplificativos na nossa realidade nacional da relevância exercida pela informação nos mercados financeiros, nomeadamente ao nível da captação de investimento, e ainda, demonstrativos dos vícios ou falhas da regulação pública da informação.

3.6.1 Caso BES

O primeiro caso, diz respeito ao problema dos lesados do antigo BES, isto é, dos clientes do papel comercial⁴⁴⁰ emitido por entidades – como a *Espírito Santo International* (ESI) ou o *Rio Forte Investments* – pertencentes ao Grupo Espírito Santo (GES), comercializado a retalho pelo BES que, na sequência da medida de resolução bancária tomada pelo BdP⁴⁴¹ que, determinou a divisão da instituição bancária em duas instituições distintas, vieram então a descobrir ou a verificar que o dinheiro por si investido nessa instituição não teria sido aplicado segundo aquilo que realmente foi equacionado e intuído por si no momento da sua tomada de decisão.

⁴⁴⁰ O papel comercial é um instrumento mobiliário representativo da dívida de curto prazo de uma entidade. Uma empresa, ao emitir papel comercial, coloca dívida junto dos investidores que aceitam ficar com estes títulos em carteira mediante o pagamento de uma taxa de juro remuneratória. Um dos elementos mais característicos do papel comercial advém do facto de ser um instrumento financeiro de curto prazo (até 12 meses), sendo que não existem limites mínimos, nem máximos para a sua emissão. É qualificado como um produto financeiro não complexo e reúne características semelhantes a um depósito a prazo ao estar associado a uma taxa de juro fixa e a um prazo certo. V. DL n.º 69/2004, de 25 de março, alterado pelo DL n.º 52/2006, de 15 de março

⁴⁴¹ A difícil e grave de falta de liquidez financeira que o Banco Espírito Santo (BES) enfrentava, ao não apresentar reunir condições para cumprir os requisitos mínimos de fundos próprios exigidos nos termos do art. 94.º do RGICSF, do art. 92.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junho e do Aviso do BdP n.º 6/2013. Levou o BdP a intervir com caráter de urgência, através da deliberação de 3 de agosto de 2014, aplicou ao BES, nos termos da al. b) do art. 145.º-C do RGICSF, uma medida de resolução que consistiu na transferência da generalidade da sua atividade para um banco de transição, denominado Novo Banco (NB), criado especialmente para o efeito. De entre as medidas de resolução, a constituição de um banco de transição para o qual é transferido o essencial da atividade foi a solução encontrada pelo supervisor para permitir de forma célere assegurar (i) a proteção dos depósitos e dos clientes, (ii) a continuidade dos serviços financeiros prestados pelo Banco Espírito Santo, S.A. e (iii) a manutenção da estabilidade e da confiança no sistema financeiro nacional. Nesse sentido, nos termos e efeitos do n.º 1 do art. 145.º-H do RGICSF e do art. 17.º-A da Lei Orgânica do BdP (Lei n.º 5/98, de 31 de janeiro), foi decidido a transferência na sua totalidade para o NB das responsabilidades do BES perante terceiros que constituam passivos ou elementos extrapatrimoniais, com exceção de uma lista classificada de *Passivos Excluídos*. Toda a informação sobre este processo de resolução encontra-se disponível em www.bportugal.pt.

Ou seja, em vez do mesmo ser utilizado na compra de aplicações do tipo de depósitos a prazo, sem risco ou com um risco reduzido, acabaram por validar a aquisição de papel comercial do GES, com um risco implícito associado não à banca dita tradicional, mas à banca de investimento.

Perante esta circunstância seguiu-se um grande e mediático processo litigioso entre esses clientes lesados do banco e o próprio banco e o BdP. Surgindo um movimento de protesto organizado, com esses clientes-lesados a associarem-se entre si de forma a reclamar a devolução do capital investido, alegando terem comprado aquilo que popularmente se caracteriza pela *venda de gato por lebre*, pois alegadamente quando contrataram desconheciam a natureza dos ativos em que investiram e, que nada lhes teria sido informado ou esclarecido nesse sentido no momento da contratação.

Ou seja, trata-se de um caso onde temos um grande número de investidores não qualificados que, quando contrataram o fizeram convencidos que se vinculavam a um determinado tipo de serviços financeiros que, depois se revelaram diferentes daquilo segundo os próprios lhes foi apresentado pela instituição financeira em causa. Temos, assim, que distinguir entre os investidores envolvidos na comercialização deste instrumento financeiro especulativo, três situações diferentes.

De um lado há investidores profissionais ou qualificados que investiram no âmbito das suas funções profissionais e o fizeram com um claro e racional propósito especulativo, enquanto por outro lado encontramos investidores não qualificados que, no momento de investir estavam conscientes e convictos do risco que assumiram e o fizeram com base num determinado contexto, segundo o qual formaram um juízo de prognose esclarecido e por fim temos ainda o caso dos investidores igualmente não qualificados que, aparentemente não sabiam do risco que acarretaria tal aposta num produto financeiro, pois desconheciam a natureza do serviço que contratavam e, caso a conhecessem não teriam formado qualquer decisão de contratar ou investir, nesse sentido.

Desta feita, para o objeto do nosso estudo nos focaremos neste terceiro grupo de investidores, onde poderemos enunciar algumas questões relativa à temática da informação nos mercados financeiros, destacando desde já que, estes clientes do BES, trata-se de consumidores a retalho que não deixaram de investir e de agir como investidores, ainda que não qualificados e, por isso mesmo sujeitos a um regime reforçado

de proteção. E, assim sendo, em primeiro lugar, é necessário saber se no momento em que investiram efetivamente não tinham conhecimento do risco que envolvia o produto contrato e suas características, pois só assim se poderá ativar um qualquer regime de proteção.

Relativamente a esta questão, surge-nos o problema relativo à já descrita atividade de intermediação financeira, dado, ser uma situação onde se alega que terá havido uma violação da relação de fidúcia entre os intermediários financeiros e os clientes bancários, na prossecução de fins benéficos aos interesses do Banco.

Estão em causa *negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de atividades de intermediação financeira*⁴⁴², sob a índole de um contrato investimento, com um escopo de prestação de serviços na área do investimento em instrumentos financeiros, à luz do art. 290º do CVM⁴⁴³, existindo um dever de proteção do investidor, sustentando através do cumprimento de deveres de informação pré-contratuais e na fase de execução contratual⁴⁴⁴.

No caso dos lesados do BES a questão coloca-se em primeiro lugar ao nível do não cumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres de informação na fase pré-contratual, havendo suspeitas que, a informação prestada pelos intermediários financeiros respeitante aos instrumentos financeiros em equação não foi divulgada com a *completude, verdade, atualidade, clareza, objetividade e licitude*, como é exigido legalmente⁴⁴⁵.

Logo, problema recaí na questão de como determinar os parâmetros para se definir em que medida a informação prestada preencheu a índole informativa do manancial de deveres que o intermediário está adstrito. Isto é, se a informação tornada pública ao investidor foi aquela considera essencial, necessária e obrigatória prestar de forma a

⁴⁴² José Engrácia. Antunes, Os Contratos de Intermediação Financeira, ob. cit., p. 281.

⁴⁴³ O contrato de investimento inclui os seguintes subtipos: Contrato relativo a ordens para a realização de operações sobre instrumentos financeiros (regulado pelos arts. 325.º a 334.º do CVM); Contrato de colocação e tomada firme (regulados pelos arts. 338.º e 340.º a 342.º do CVM, e art. 339.º do CVM, respetivamente); Contrato de gestão de carteira de títulos (regulado nos arts. 335.º e 336.º do CVM); Contrato de consultoria para investimento (regulado pelos arts. 294.º, 301.º e 320.º do CVM e, ainda o DL n.º 357-B/2007, de 31 de outubro de 2007). Cfr. A. Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 313-337.

⁴⁴⁴ Previstos respetivamente nos arts. 312.º e ss. e nos arts. 323.º e ss. do CVM.

⁴⁴⁵ Esta informação para além de cumprir os requisitos do n.º 1 do art. 7.º do CVM, também deve, nos termos do n.º 1 do art. 312.º do CVM, ser suficientemente esclarecida e fundamentada, de forma a que o potencial investidor possa tomar uma decisão consciente. E deve ainda, segundo o n.º 2 do art. 312.º do CVM, a quantidade e a qualidade da informação prestada, ser proporcional ao grau de conhecimentos que o potencial investidor tem ou não tem.

permitir a formação de uma decisão racional e segura ao cliente bancário, de acordo com os deveres de informação.

Assim, sendo, a questão é qual era a informação necessária e obrigatória a prestar pelo intermediário e se foi essa informação efetivamente prestada, de modo, a cumprir os deveres de lealdade e boa fé para com os seus clientes. Com supra enunciado a esta questão tem a doutrina⁴⁴⁶ respondido que, os critérios a utilizar deveram ser a *essencialidade, simetria e exigibilidade* da própria informação, porém, continua a existir a necessidade de definir qual o conteúdo a extrair na utilização destes conceitos indeterminados.

Perante, esta constante indefinição e dificuldade em encontrar concretas soluções legais, concluímos que, a ideia é sempre exigir a prestação de toda a informação que é essencial e necessária ao cliente, sendo, só possível apurar caso a caso, o que é essencial e necessário prestar, variando conforme cada caso concreto, dependendo do tipo de cliente (se é um investidor qualificado ou não e outras características pessoais e profissionais), do contexto económico e financeiro, do momento político da época e da conjectura que envolve a própria instituição financeira a investir.

E na esteira, do Direito Italiano⁴⁴⁷, acrescentamos agora que é defensável que deva ser passada toda a informação (verdadeira e já conhecida pelo intermediário), independentemente do tipo de investidor, sempre que tal diga respeito a um negócio que envolva instrumentos financeiros de grande complexidade, como são os produtos ou serviços financeiros derivados, exemplo dos contratos de *swap*.

Posto isto, em relação ao caso BES, por força dos testemunhos dos ditos lesados e das informações que eram divulgadas pela própria instituição bancária relativamente à sua 'saúde' financeira que, se veio a verificar não ter uma correspondência com a realidade, é

⁴⁴⁶ V., por todos, António de Menezes Cordeiro, *Manual de Direito Bancário*, ob. cit., pp. 483-489; José A. Engrácia Antunes, *Direito dos Contratos Comerciais*, ob. cit., pp. 363-368; Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, vol. III, 11.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 464-468.

⁴⁴⁷ Cfr. Daniele Maffei, *Intermediario Contro Investitore: i Derivati Over The Counter*, in: Banca Borsa Titoli di Credito, Volume LXIII, 6, Novembre-Dicembre 2010, Giuffrè Editore, 2010, pp. 779-796; Ruggero Vigo, *La Reticenza dell'Intermediario nei Contratti Relativi alla Prestazione di Servizio d'Investimento*, in Banca Borsa Titoli di Credito, Volume LVIII, 6 Novembre-Dicembre 2005, Giuffrè Editore, 2005, pp. 665-674;

difícil 'colocar as mãos no fogo' na atuação dos intermediários financeiros no cumprimento integral dos seus deveres de informação.

À partida não terá sido disponibilizada toda a informação considerada essencial, nem o fizeram na quantidade e quantidade exigível ao caso, logo, não se acautelou a eficiência do mercado, nem se visou a proteção dos clientes bancários, a própria CMVM admitiu publicamente "*a existência de graves deficiências na comercialização daqueles títulos, com destaque para a informação financeira não verdadeira relativa aos emitentes*"⁴⁴⁸.

No mesmo sentido, o BdP através de carta à CMVM ⁴⁴⁹ sobre as condições de comercialização do papel comercial da ESI referiu que a instituição intermediária financeira (BES) não teria sido "*suficientemente diligente na avaliação dos riscos intrínsecos na colocação de títulos de dívida emitidos pela ESI, quer para o BES, quer para os clientes*" e "*na avaliação da fiabilidade e veracidade da informação prestada pela ESI, pelo facto de deter informação que, se reconciliada com a da ESI, permitiria identificar a omissão*".

Deste modo, dada, a divulgação de informação não ter sido verdadeira ou completa por parte do BES, como instituição intermediária financeira, há lugar ao recurso ao regime do art. 304.º-A do CVM, prevendo o direito de indemnização ao investidor dos prejuízos (perdas patrimoniais) causados pela violação por parte do intermediário financeiro dos deveres adstritos perante o cliente, atentando contra a confiança e segurança da parte mais fraca⁴⁵⁰.

Logo, deve haver lugar à adoção pelo agora NB de soluções de compensação dos investidores não qualificados, vítimas das más práticas de comercialização de papel comercial GES vendido nos balcões do então BES.

⁴⁴⁸ Comunicado do Conselho de Administração da CMVM, de esclarecimento aos investidores em papel comercial do GES, publicado no dia 20 de fevereiro de 2015, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20150420.aspx>.

⁴⁴⁹ Segundo informação disponível em <https://www.dinheirovivo.pt/banca/bdp-nega-responsabilidades-sobre-reembolso-a-clientes-do-bes/>.

⁴⁵⁰ Há mesmo uma presunção legal de culpa do intermediário financeiro, quer nas relações contratuais, pré-contratuais ou no cumprimento dos deveres de informação: "*A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação dos deveres de informação*" (n.º 2 do art. 304.º-A do CVM). Infra 3. do capítulo IV.

Isto, se efetivamente a responsabilidade por essas obrigações originárias do BES transitou para o NB, por consequência da medida de resolução aplicada pelo BdP para atender ao interesse público na garantia da confiança e estabilidade do mercado. Caso contrário tais obrigações continuaram na esfera do BES e a satisfação dos créditos aos seus credores ficará dependente da sua reclamação por estes no âmbito do processo de liquidação do BES, por força da declaração de insolvência do BES e da deliberação do BCE, de 15 de julho de 2016, que revogou a autorização do BES para o exercício da atividade bancária⁴⁵¹.

Deste jeito, tornou-se essencial saber se por força da medida de resolução aplicada ao BES a obrigação de proceder ao reembolso dos valores aplicados em papel comercial do GES se transferiu para o banco de transição. Uma vez que, o BdP ao contrário daquilo que publicamente tinha garantido no momento do anúncio da deliberação da medida de resolução de 03/08/2015⁴⁵², posteriormente, através de deliberação retificativa de 11/08/2014, veio esclarecer que entre os passivos excluídos da transferência para o NB se encontravam os provenientes da comercialização de papel comercial do GES, por se considerar que se enquadram na situação disposta na subalínea (vii) da alínea (b) [do n.º 1] do anexo 2 do texto da deliberação da medida de resolução respeitante aos intitulados passivos excluídos de *“quaisquer responsabilidades ou contingências, (...) decorrentes de fraude ou violação de disposições ou determinações regulatórias, penais ou contraordenacionais”*⁴⁵³.

Porém, não é esta uma questão juridicamente pacífica, perante a qual se aponta verificar uma violação os princípios do Estado de Direito e da proteção da confiança, assim como do Direito de propriedade tutelado no art. 62.º da CRP⁴⁵⁴. Deste modo, diversos lesados

⁴⁵¹ Possibilidade de recurso ao art. 78.º do CSC, para responsabilidade dos titulares dos órgãos de administração da instituição bancária, caso o património da instituição se revele insuficiente para a satisfação dos respetivos créditos e se tal insuficiência se dever ao incumprimento de disposições legais ou contratuais destinadas à sua proteção.

⁴⁵² No próprio site do BdP foi mantido online até meados de 2015 o comunicado público do BdP no qual se garantia o compromisso de reembolso aos titulares de papel comercial, informando que a provisão que acautela o risco relacionado com o reembolso aos clientes não institucionais de retalho do BES de papel comercial do GES tinha sido transferida para o NB e que cabeceira a este proceder ao seu reembolso.

⁴⁵³ Tendo, essa deliberação de resolução sido objeto, ainda, de duas novas deliberações, em 29/12/2015, mediante as quais veio o BdP clarificar que não haviam sido objeto de transferência para o NB os créditos decorrentes de ações preferenciais emitidas por sociedades veículo, estabelecidas pelo BES e vendidas pelo BES.

⁴⁵⁴ A medida de resolução do BdP relativamente ao BES tem, por isso, suscitado na doutrina dúvidas sobre a sua constitucionalidade, legalidade e conformidade com o Direito da União Europeia. Assente numa alegada falta de legitimidade e competência do Governo para legislar nesta matéria, por falta de Lei de autorização legislativa e violação do princípio da reserva de lei em matérias e direitos fundamentais, assim,

do BES apresentaram ações judiciais nas quais era constatado o não reembolso pelo NB dos valores aplicados em papel comercial do GES.

Contudo, no que diz respeito à jurisprudência⁴⁵⁵ esta de uma forma quase unânime⁴⁵⁶ tem decidido pela legalidade da exclusão de transferência para banco de transição dos direitos e obrigações da instituição de crédito originária, por Deliberação do BdP, entidade competente para determinar essa medida de resolução. Podendo o direito de propriedade, como não é absoluto, ser alvo de restrições desde que sejam respeitados os princípios da adequação, necessidade e proporcionalidade.

Princípios que, segundo os tribunais, se encontram justificados, dado a medida de resolução em causa no momento em que foi tomado ter sido a única alternativa viável e realista capaz de constituir o meio adequado para a prossecução da tutela do interesse público ao nível da estabilidade e segurança do sistema financeiro. Nomeadamente da manutenção em funcionamento da instituição de crédito, salvaguarda dos depositantes, defesa do erário público, afastamento do risco sistémico e da desagregação do tecido social, empresarial e económico⁴⁵⁷.

como por violação do princípio da confiança e do princípio da proporcionalidade. V., por todos, Eduardo Paz Ferreira / Ana Perestrelo de Oliveira, Fundamentos da resolução bancária: a propósito do caso BES e da legitimidade da deliberação de resolução, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, n.º 2, Almedina, 2017, pp. 259-321; Lourenço Vilhena de Freitas, Da constitucionalidade e legalidade da medida de resolução do Banco de Portugal relativamente ao BES, in *Liber Amicorum Manuel Simas Santos, Rei dos Livros*, 2016, pp. 815-837; José M. Gonçalves Machado, A medida de resolução de “BES” e a confiança dos depositantes, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, n.º 2, Almedina, 2017, pp. 429-480; A. Barreto Menezes Cordeiro, Os limites dos poderes de transferência do Banco de Portugal no âmbito do processo de resolução, in *Estudos de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 129-157;

⁴⁵⁵ V., por exemplo, Ac. do STJ, de 26/09/2017, Processo n.º 3499/16.0T8VIS.S1, Relator Ana Paula Boularot; Ac. do TRL, de 07/03/2017, Processo n.º 48/16.3T8LSB.L1-7 Relator: Luís Filipe Pires de Sousa; Ac. do TRL, de 13/07/2017, Processo n.º 20213/16.2T8LSB.L1-2, Relator: Ondina Carmo Alves; Ac. do TRL, de 28/11/2017, Processo n.º 5436/16.2T8LSB.L1-7, Relator: Luís Espírito Santo; Ac. do TRL, 08/06/2017, Processo n.º 3379-16.9T8LSB.L1-6, Relator: Carlos Marinho; Ac. do TRL, de 14/09/2017, Processo n.º 6909/16.2T8LSB-2, Relator: Pedro Martins; Disponíveis em <http://www.dgsi.pt/>.

⁴⁵⁶ Exceção da decisão de 7 de julho de 2016, da secção civil n.º 55 da instância central do Tribunal da Comarca de Santarém, que condenou o NB a pagar a um lesado a totalidade dos valores investidos em produtos de poupança, na qual se considerou diretamente inconstitucional a deliberação de resolução do BdP e ilegais as deliberações tomadas pelo BdP posteriores a 3/8/2014. Disponível em <http://cdibes.pt/wp-content/uploads/2017/07/sentenca-Santarem.pdf>.

⁴⁵⁷ Em todo o caso, paralelamente às ações colocadas nos tribunais, por força das grandes repercussões económicas, políticas e sociais que esta situação constituiu, o poder público acabou por intervir no promover de um acordo conjunto entre BdP, CMVM, Governo português e os lesados, representados pela AIEPC (Associação dos Indignados e Enganados do Papel Comercial). Este acordo culminou com a apresentação, para adesão pelos investidores não qualificados detentores de papel comercial, de uma proposta de solução para a mitigação das perdas sofridas por estes em virtude da aquisição de papel comercial. Cfr. Procedimento de Diálogo com os Investidores Não Qualificados Titulares de Papel Comercial do Grupo Espírito Santo. Modelo de Solução, disponível em

Mas, perante toda esta situação, importa por agora não deixarmos de salientar que, mesmo num mercado onde efetivamente era divulgada informação, sendo cumprido a nível formal os deveres de publicidade por quem de direito, se tratava na realidade do cumprimento de deveres carente de aceitação de mérito. Pois, o objeto desses deveres não é do ponto de vista da análise de mérito aquilo que é fundamental e necessário para o investidor interpretar da forma mais racional, objetiva e segura possível, acabando muitas vezes por receber informação em excesso e até desnecessária, em detrimento da receção de factos essenciais.

Existiu, assim, uma situação de excesso de informação que, resulta numa desinformação ou intoxicação para o investidor (consumidor), ocorrendo a proliferação de conteúdo informativo meramente técnico e pouco relevante, podendo originar manipulações à formação da decisão de investir prejudicando o investidor e, consequentemente lesando a confiança e eficiência dos mercados⁴⁵⁸.

Encontramos aqui também um efeito visível e negativo do vício da regulação da informação que, se limita a impor padrões mínimos de informação e em monitorizar apenas o seu cumprimento, em detrimento da efetiva verificação dos padrões técnico-económicos de suficiência e razoabilidade, competindo tal atividade ao juiz e não ao *lawmaker*, num momento em que já ocorreram eventuais prejuízos para quem investiu com base nessa informação⁴⁵⁹.

<http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Operacoes/Documents/Modelo%20de%20Solucao%20-%20Papel%20Comercial%20do%20GES.pdf>.

⁴⁵⁸ Ainda relativamente a este caso se colocou o problema de responsabilização das entidades de supervisão, neste caso do BdP e da CMVM, na medida que, apesar das suas comunicações internas apresentarem reservas relativamente ao modo de comercialização dos produtos financeiros, as recomendações públicas foram no sentido da estabilidade financeira da instituição financeira vendedora, algo que se veio a demonstrar não corresponder inteiramente à verdade. Nesta mesma linha, censurou declarações feitas por figuras de Estado, como o Presidente da República, que publicamente dirigiu palavras que foram interpretadas como um incentivo de confiança ao investimento em tais instituições financeiras, que mais tarde vieram a ruir. Sobre este assunto, ao falarmos de responsabilidades podemos sobretudo falar em responsabilidade política, uma vez que, em relação à responsabilidade financeira e civil dificilmente se reuniram os seus pressupostos de Direito. Sobre estes temas, ver Marco Alexandre da Silva Capitão Costa Ferreira, Estado e economia: Entre o mercado e a tecnocracia, onde fica a res publica?, Dissertação de doutoramento em ciências jurídico-económicas, sob orientação de Luís Morais, FDUL, 2014.

⁴⁵⁹ Luís Guilherme Catarino, Informação (...), pp.77-78.

3.6.2. Caso BANIF

No que diz respeito à queda do BANIF⁴⁶⁰ também se verificou uma situação semelhante àquela que se narrou anteriormente a propósito do caso BES, com a comercialização de serviços financeiros, desadequados ou manipulados aos objetivos e ao perfil dos seus clientes. Mas em relação a este caso em particular podemos sinalizar uma outra problemática em matéria de informação também demonstrativa da relevância e interferência da informação tornada pública com o funcionamento dos mercados e ao nível conexão da tomada de decisão dos investidores/clientes com a informação divulgada.

Falamos aqui do episódio da divulgação de uma notícia por parte de um canal de televisão português (TVI), que foi naturalmente difundida por a restante comunicação social, onde era noticiado a possibilidade efetiva de fecho iminente do banco e das perdas que significaria para os seus depositantes e outros investidores⁴⁶¹ que, provocou uma onda inesperada de fuga de depositantes e investidores, fruto da perda de confiança relativa à sustentabilidade financeira daquela instituição bancária causada pela disseminação de tal notícia.

Notícia essa que, viria a ser mais tarde desmentida pela administração do banco e pelo próprio regulador bancário, tendo sido emitida uma nota pela direção do banco, onde se admitia agir judicialmente sobre a TVI e, se alegava que esta teria *"servido de veículo de informação falsa e que alguém ganhou com isso"*. Ou seja, alegou-se que tal notícia teria sido utilizada como um eixo para desvalorizar o BANIF e permitir a sua aquisição a *preço de saldo*⁴⁶².

⁴⁶⁰ O BdP, enquanto Autoridade de Resolução, deliberou no dia 19 de dezembro de 2015, promover a alienação de ativos e passivos, no contexto da aplicação de uma medida de resolução ao Banif - Banco Internacional do Funchal, S.A. (Banif, Banco ou Emitente). Cfr. Deliberações tomadas pelo Conselho de Administração do BdP relativas à resolução do BANIF, disponíveis em <https://www.bportugal.pt/page/deliberacoes-e-informacoes-do-banco-de-portugal>.

⁴⁶¹ A notícia da TVI, de 13 de dezembro de 2015, noticiava que, *"caso não se"* encontrasse um novo acionista nesses próximos dias, o BANIF seria sujeito a uma resolução onde se separasse *"a parte boa, os ativos saudáveis, da má, os ativos tóxicos"*. Tendo, inicialmente, a estação televisiva dado conta da venda do banco sem garantias de salvaguarda dos depósitos acima dos 100 mil euros e, numa segunda versão já se apresentava um cenário diferente, de resolução com salvaguarda de todos os depósitos. Aquilo que foi noticiado como algo imediato não se verificou e, só semanas depois se deu a venda do BANIF para o Banco Santander, com salvaguarda de todos os depósitos. Tendo alegado a administração do BANIF que, a notícia da TVI teria sido o motor que acelerou à queda financeira em definitivo daquela instituição.

⁴⁶² Já anteriormente, foi suscitada a propósito da publicação também de uma notícia, a discussão sobre o tema da informação nos mercados financeiros e a sua relação com a atividade desempenhada pela

Em relação, a este problema há aqui um problema de saber em que medida os limites à informação impostos pela legislação e pelo regulador também se estendem à restrição à liberdade de expressão associada à atividade da comunicação social. Desde logo, se levanta a questão-chave de saber, se os destinatários das regras relativas ao sigilo e confidencialidade sobre a informação bancária e financeira do funcionamento dos mercados financeiros são dirigidos apenas aos agentes presentes nos mercados financeiros, ou, se também se incluem os terceiros ao sector financeiro, como é o caso de jornalistas.

Caso, assim se entenda, os jornalistas deveriam no âmbito da sua atuação profissional conformar a sua atuação com os interesses protegidos no mercado. Neste âmbito, a lei portuguesa, após a transposição das diretivas de abuso de mercado em 2006, proíbe a transmissão e o uso de informação privilegiada quer por chamados *insiders* primários quer pelos *insiders* secundários, isto é, das pessoas que recebem das primeiras a informação relevante. Deixando de se exigir que o conhecimento da informação privilegiada tivesse de chegar ao agente por via de uma fonte interna do emitente (direta ou indiretamente), bastando o seu conhecimento de que, a informação de que se dispõe é informação privilegiada. Portanto, independentemente da fonte de onde proveio e dos sucessivos elos que se interponham entre o detentor da informação e a sua fonte⁴⁶³.

Em todo o caso, falta saber como se provar que a fonte informação que esteve na base da notícia transmitida, perfez um caso de informação privilegiada, havendo crime de mercado, com a agravante associada ao seu aproveitamento pelos media. Tendo ocorrido um abuso de informação privilegiada, situação como já supra descrita, preenche um tipo de crime e que acarreta consequências.

Há aqui o problema ou dificuldade em se apurar se existiu uma verdadeira situação de não cumprimento da proibição de transmissão e o uso indevido de informação dita privilegiada, dado, incidir sobre factos ou atos ainda não tornados públicos, sendo, por isso qualquer utilização sobre estes restrita e proibida.

comunicação social, aquando da publicação pelo jornal *Diário Económico*, de 9 de Fevereiro de 2000, de uma notícia dando conta de que 10% da PT Multimédia iriam ser comprados pelo Universo Online, algo que determinou uma subida sem precedentes das corações - 5,49% - logo nas primeiras horas da negociação". Cfr. Eduardo Paz Ferreira, A informação no mercado de valores mobiliários, ob. cit., pp. 158-159.

⁴⁶³ Regime previsto no n.º 2 do art. 378.º do CVM.

Porém, é algo difícil de admitir ou comprovar, porque depende sempre da determinação de quem é foi a fonte que permitiu à estação televisiva emitir tal notícia e, aqui os meios da entidade reguladora e supervisora (CMVM) são limitados e a própria lei da imprensa⁴⁶⁴ protege a atuação do canal de televisão.

De qualquer modo, relativamente a este caso podemos ainda, abordar a temática dos limites à liberdade de informação, nomeadamente saber se o nosso caso perfaz uma hipótese onde fosse legítimo limitar o direito de liberdade de expressão da TVI. Caso tal hipótese tenha fundamento, a TVI no momento em que transmitiu determinada notícia, dada, sua relevância económica e financeira, pelo facto de incidir sobre matéria cujos seus feitos têm uma enorme repurcabilidade a nível económico, social e até político, deveria ter agido com uma diligência superior àquela que se verificou.

Deveria, em especial, ter apurado da completa veracidade dos factos transmitidos, evitado o risco de noticiar um boato assente em conteúdo informativo falso ou pouco seguro e faltando aos seus deveres e responsabilidades ou agido sem o respeito pela deontologia jornalística. Isto porque, não colocando em causa a liberdade de informar como um direito fundamental protegido constitucionalmente (arts. 37.º e 38.º da CRP), esta também tem limites⁴⁶⁵ em nome da salvaguarda do conteúdo essencial de uma situação ou até de um direito proporcionalmente superior ou mais relevante⁴⁶⁶.

Deste modo, os jornalistas estão vinculados a deveres éticos, deontológicos, de rigor e objetividade, que se cumprem com a recolha de informação com base em averiguações credíveis que possam ser confrontadas para testar a genuinidade das fontes, de modo, a que o dever de informar com isenção e objetividade, não seja comprometido por afirmações levianas ou sensacionalistas, com o único fito de aumento de vendas (neste caso de audiências), sem que a isso corresponda a um qualquer interesse socialmente

⁴⁶⁴ A al. c) do art. 22.º da Lei n.º 2/99, de 13 de janeiro, consagra o direito do jornalista ao sigilo profissional, desenvolvido no art. 11.º do Estatuto do Jornalista presente na Lei n.º 1/99, de 13 de janeiro.

⁴⁶⁵ Artigo 3º da Lei de Imprensa – Lei n.º 2/99 de 13/1 – “*defender o interesse público*” – e Artigo 14º do Estatuto do Jornalista – Lei n.º 1/99 de 13/1 – “*a) Exercer a atividade com respeito pela ética profissional, informando com rigor e isenção; h) Não falsificar ou encenar situações com intuítos de abusar da boa fé do público*”;

⁴⁶⁶ Neste âmbito, há um grande leque jurisprudencial de exemplos ao nível da violação dos apelidados direitos de personalidade, nomeadamente de lesões que provoquem a violação do princípio da dignidade da pessoa humana (por violação da esfera privada e consequente perda do controle da vida íntima/privada). Cfr. J. Figueiredo Dias, *Direito de Informação e Tutela da Honra no Direito Penal da Imprensa Português*, RLJ., Ano 115.º, pp. 101-102, 105-106 e 170-171

relevante, provocando, quantas vezes, danos devastadores nos visados ou sobre a própria comunidade.

No âmbito desta lógica, não é de todo insustentável a possibilidade de uma ação judicial sobre a TVI, sendo, aliás esse o tom que se extrai do comunicado à CMVM pela administração do BANIF⁴⁶⁷, em reação à dita notícia, quando neste se lê que "*o BANIF não pode deixar de lamentar profundamente este tipo de jornalismo incendiário e irresponsável, desprovido de fundamento e ao nível do boato, do qual não podem deixar de ser retiradas consequências*".

Logo, a solução para esta problemática passará por um juízo de proporcionalidade entre os dois interesses e direitos em jogo, de um lado o direito de informar ou da liberdade de imprensa e do outro lado da defesa do interesse público e confiança nos mercados. Podendo ser defensável que, a emissão de uma notícia sem um total suporte informativo claro e seguro e sem olhar para os efeitos nefastos das suas implicações na estabilidade e confiança dos agentes no banco e no próprio mercado terá sido desproporcional, na medida que a, informação divulgada não tenha tido origem numa base factual suficiente para justificar a publicação de qualquer notícia.

Mas, de qualquer modo, para o nosso estudo aquilo que nos convém salientar ou colocar em evidência a partir deste caso diz respeito ao facto de se tratar de um verdadeiro exemplo de como a proliferação de veículos informativos, profissionais ou não, utilizados como intermediários para 'passar' ou 'vender' informação relevante, valorizando ou desvalorizando empresas e instituições financeiras é um perigo à estabilidade do sector financeiro. Falamos quer, de entidades profissionais como da atividade de auditores ou consultores ou das indicações diretas ou indiretas sobre o mercado e outros dados informativos expostos em jornais ou noutros canais noticiosos⁴⁶⁸. Tudo soluções, que acentuam a formação de um mercado de informação paralelo, menos regulado e, onde o público em geral (consumidores) não se encontra devidamente informado com a

⁴⁶⁷ Disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR57988.pdf>.

⁴⁶⁸ O próprio modelo europeu de disseminação da informação obrigatória tornar pública para informação dos mercados em geral, aposta num dever que se considera cumprido com a disponibilização dessa informação obrigatória com o seu envio para os meios de comunicação que trataram da sua difusão em larga escala. Paulo Câmara assinala que ocorre aqui também um risco de *black hole problem*, assente na possibilidade de as agências noticiosas não sentirem um incentivo ao tratamento de informações relativas a pequenas instituições ou empresas, podendo tal informação nunca chegar ao conhecimento dos investidores. V. Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, ob. cit., p. 705.

segurança sobre a qualidade dos *providers* da informação, conferido sobre este sector uma força preponderante a estes terceiros ao mercado financeiro. E mais uma vez, o mercado recebe informação que se revela imprudente e desproporcional, existindo um excesso de informação (neste caso de contrainformação) que, resultou numa técnica de desinformação ou intoxicação do investidor/consumidor.

4. Uso de informação enganosa na captação de investimento

Após o referido anteriormente, em especial das situações relativas aos intitulados lesados do BES e BANIF, podemos concluir uma de duas coisas. Uma que a forma como a informação é relevante e assume um papel-chave no funcionamento dos mercados financeiros, manifesta-se em especial na captação de investimento. Outra que são evidentes as falhas das políticas de regulação e supervisão dos intervenientes financeiros, nomeadamente na capacidade de controlo do modo de comercialização dos serviços financeiros. Como facilmente se constatou a partir dos escândalos financeiros, marcados pela queda de grandes instituições financeiras, como é o caso do BES⁴⁶⁹, no qual se constatou um *modus operandi* assente na caça de investimento/clientes a todo o custo com recurso à disseminação de informação enganosa (*misselling*).

Perante esses efeitos, resultado da grande crise financeira do final da primeira década deste século que, colocou a nua incapacidade da atuação da regulação pública dos mercados financeiros, como foi por nós enunciado ao nível dos vícios e erros presentes na regulação da informação, ganhou força a necessidade de estabelecer ou reforçar o conjunto de regras aplicáveis a atos e negócios jurídicos com relevância para os mercados.

Como forma de responder a essa incapacidade no controlo dos mercados que, parece estar relacionada não apenas com falhas dos sistemas normativos jurídicos, mas também com a perda do seu impacto num nível normativo não jurídico. Isto é, pela própria incapacidade de os comandos jurídicos garantirem os fins e objetivos que visam assegurar, tratando-se de uma incapacidade que reside sobretudo na falta de respeito e

⁴⁶⁹ O caso da resolução BES, dada a sua grande dimensão financeira, económica e social, é sem dúvida no sistema financeiro português o caso mais marcante e catastrófico, mas como já tivemos oportunidade de enunciar não foi caso único. Tendo sido, aliás, logo sucedido pela resolução do BANIF. Contudo, já anteriormente em 2009 o setor bancário português tinha ficado marcado por casos análogos, ainda que de menor dimensão, como foi o caso da insolvência do BPP e da nacionalização do BPN.

sentimento de impunidade pela violação das normas, por os ganhos pela sua violação compensarem os custos e sacrifícios das consequências jurídicas aplicáveis.

É assim, necessário restabelecer ou renovar o equilíbrio entre os agentes do mercado, entre quem investe e quem procura captar investimento, neste âmbito a problemática do uso de informação enganosa na captação de investimento é uma ameaça a ser combatida.

Passaremos, então agora, para a análise do quadro legal em vigor no Direito português aplicável às operações financeiras praticadas com base num processo de decisão influenciado pela divulgação de informação falsa, onde se verifica a violação de deveres de informação, transparência e lealdade. Com especial referência para a Lei n.º 28/2017, de 30 de maio que, veio precisamente, neste sentido, reformar o regime sancionatório do CVM, até aqui muito fechado ao nível das infrações aplicáveis nos casos de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

4.1. Enquadramento jurídico: dos deveres de informação à relevância da publicidade enganosa

Já verificámos que invariavelmente os contratos financeiros são contratos padronizados, assentes em formulários pré-elaborados pelas instituições financeiras, apresentando um conjunto de cláusulas que os seus clientes não têm condições de analisar ou discutir, por força da desproporção de forças e assimetria ao nível informativo e da educação financeira⁴⁷⁰.

Perante essa situação de inferioridade e desigualdade do cliente (consumidor), putativo investidor, junto do profissional com quem contrata, o seu poder negocial é comparativamente menor à generalidade das situações jurídicas, acabando praticamente por se encontrar apenas no domínio de aceitar ou recusar aquilo que lhe é oferecido pela instituição financeira.

E desta forma, como supra explicitado⁴⁷¹, se compreende o porquê da relevância da informação nos mercados financeiros e torna essencial o efetivo respeito do cumprimento dos deveres de informação. Assim, como a fiscalização deste tipo de contratação, para permitir a máxima equidade possível entre as partes contratantes.

⁴⁷⁰ Supra ponto 3. do capítulo II.

⁴⁷¹ Supra ponto 1.1. do capítulo III.

Logo, antes da contratação de um produto ou serviço financeiro deve ser permitido ao consumidor avaliar previamente todas as condições, desde os custos aos riscos e remunerações, que lhe foram dadas a conhecer pela instituição financeira ou pelo seu intermediário financeiro. Por esta razão, a informação prestada deverá ter sido clara e completa, em respeito dos princípios de transparência e rigor em todos os atos e momentos, desde a divulgação ou acesso a operações ou instrumentos financeiros, através de campanhas de publicidade, até às obrigações pré-contratais de informar com transparência, clareza e exatidão que se prolongam em caso de efetiva celebração do contrato e durante a sua vigência.

Daí termos referido a imprescritibilidade de estabelecer parâmetros que permitam averiguar do cumprimento destes deveres, de modo, isto é, que permitam confirmar se foi cumprido integralmente o direito à informação do investidor/consumidor. Desde logo, a partir da verificação se a instituição financeira efetivamente transmite informação sobre o produto e serviço financeiro oferecido ou proposto e, sobretudo, se aquilo que é prestado não é feito com o intuito direto ou indireto de controlar ou conduzir as decisões do seu destinatário.

Desta feita, foi suprarreferida especialmente a importância e significado material do estabelecimento de *standards* de informação, correspondendo aquilo que efetivamente deve ser prestado. Mas mais que a transmissão de informação, é relevante o modo como tal é realizado, daí que tenha sido assinalada a necessidade daquilo que podemos designar como *standards* comportamentais⁴⁷², de guias para garantia da transmissão de informação em modo tal que permita a apreensão pelo destinatário do conteúdo daquilo que lhe é transmitido, nomeadamente ao nível do que é fundamental para a formação da sua vontade e decisão de contratar.

Vontade essa que, nas palavras de António Almeida⁴⁷³, deve ser uma “*vontade racional que deve criar o ato jurídico. Mas, a razão só se manifestará como bitola da vontade*”

⁴⁷² Como é por exemplo o caso dos especiais deveres de conduta de diligência, neutralidade, lealdade e discrição e respeito consciencioso dos interesses que lhes estão confiados, que o art. 74.º do RGICSF impõe aos administradores e trabalhadores das instituições de crédito, nas relações com os seus clientes. Ou relativamente ao exercício da atividade de intermediário financeiro, dos princípios orientadores consagrados no n.º 1 e 2 do art. 304º do CVM e dos deveres de informação a que aludem o n.º 1 do arts. 7.º e art. 312.º também do CVM. *Infra.* 3. do II capítulo.

⁴⁷³ Cfr. António Almeida, Cláusulas contratuais geradas e o postulado da liberdade contratual, in *Revista de Ciência e Cultura, Universidade Lusíada*, n.º 2, Série de Direito, Coimbra Editora, Coimbra, p. 283.

quando surgir desprendida de qualquer limitação exterior suscetível de a conformar a um resultado não pretendido”.

Caso contrário, ocorrendo a não correta transmissão de informação ou sendo transmitida informação de uma maneira pouco diligente ou enganosa, estaremos perante vícios da formação da vontade, determinados por motivos anómalos e valorados pelo direito como ilegítimos⁴⁷⁴. E como professou Carneiro da Frada⁴⁷⁵, “*as declarações (instrumentos de confiança) que os indivíduos emitam falsamente, podem originar danos em quem a recebe como elemento de decisão, pois uma declaração tem a finalidade de que o seu destinatário dela tome conhecimento e a leve em conta*”.

Por isso, o dever de prestação de informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, como prevê o art. 7.º do CVM, é complementado com a criminalização, nos termos do n.º 1 e 2 do art 379.º e do (novo) art. 379.º-E do CVM, da manipulação do mercado com base em informações falsas ou enganosas⁴⁷⁶.

Ou seja, em consequência da violação dos deveres do exercício da atividade de intermediário financeiro, nomeadamente os princípios orientadores consagrados no n.º 1 e 2 do art. 304.º do CVM, como sejam os ditames da boa fé, elevado padrão de lealdade e transparência, como também da violação dos deveres de informação a que aludem os arts. 7º e 312.º do CVM, para além da responsabilidade pré-contratual, a que alude o n.º 1 do art. 314.º do CVM, está-se a incorrer também num crime.

Embora aqui se esteja no âmbito de relações pré-contratuais entre sujeitos que se preparam para a celebração de determinado contrato e como suprarreferido exista uma diferença entre a chamada publicidade e a informação⁴⁷⁷, não deixa de haver um paralelo jurídico e material com situações de ilícito publicitário⁴⁷⁸. Pois, aquilo que se visa persuadir ou sancionar com a criminalização do uso de informação enganosa ou falsa na

⁴⁷⁴ Carlos Alberto da Mota Pinto, Teoria Geral do Direito Civil, 4.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2012, pp. 498-499.

⁴⁷⁵ Manuel Carneiro da Frada, Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil, ob. cit., p. 122.

⁴⁷⁶ Carlos Costa Pina, Dever de informação e responsabilidade pelo prospeito no mercado primário de valores mobiliários, ob. cit., p. 30.

⁴⁷⁷ Supra 3.3. do capítulo II.

⁴⁷⁸ É proibida a publicidade que independentemente da sua forma ou apresentação, devido ao seu carácter enganador ou falso, induza ou seja suscetível de induzir em erro os seus destinatários. Cfr. n.º 1 do art. 11.º do Código da publicidade, DL n.º 330/90, de 23 de outubro. Sobre supervisão relativa à publicidade cfr. art. 366.º do CVM.

captação de investimento, corresponde ou assemelha-se às práticas publicitárias que se consideram ilícitas em nome da tutela dos interesses do consumidor⁴⁷⁹.

Entre as práticas publicitárias consideradas potencialmente lesivas dos interesses do consumidor que nos podem auxiliar a compreender os vícios relacionados com a comercialização e negociação de produtos e serviços financeiros, podemos indicar o engano relativo ao conteúdo e à forma da mensagem publicitária, a publicidade enganosa por acção ou por omissão e as práticas comerciais agressivas⁴⁸⁰.

Relativamente ao engano no conteúdo da mensagem pensemos, desde logo, no recurso a letras excessivamente e impercetivelmente pequenas, destinadas a que o consumidor só tome conhecimento de tais informações aí inscritas num momento posterior da sua tomada de decisão. Quer isto dizer, que o engano publicitário relevante não se cinge apenas às falsas informações, mas também abrange aquelas que, mesmo não sendo falsas, possam induzir em erro os seus destinatários⁴⁸¹.

Esta situação de engano é juridicamente condenada no âmbito da atividade publicitária nas relações com consumidores, que abrange quer a publicidade por ação e por omissão, como previsto respetivamente nos arts. 7.º e 8.º e no art. 9.º do DL n.º 57/2008, de 26 de março, relativo às práticas comerciais desleais. A publicidade enganosa por ação corresponderá transmissão de informações falsas relativas aos produtos e serviços ou situação financeira, ou ainda da transmissão de informações correta, mas fruto do modo como são apresentadas ou comunicadas seja suscetível de induzir em erro o consumidor⁴⁸². Já a publicidade enganosa por omissão, nos termos do n.º 1 do art. 9.º do DL n.º 57/2008 acaba por corresponder também à indução em erro dos consumidores, agora não pela prática de afirmações, mas decorrente de uma não prática ou prática

⁴⁷⁹ Embora não seja algo diretamente essencial para o objeto do presente estudo, devemos ter em consideração que a regulamentação jurídica em matéria publicitária vai para além da tutela do consumidor ao também se dever à necessidade de garantir a livre circulação de mercadorias e serviços, de evitar distorções da concorrência ou práticas comerciais desleais. V. Maria Miguel Morais de Carvalho, O conceito de publicidade enganosa, in Nos 20 anos do código das sociedades comerciais, ob. cit., p. 680.

⁴⁸⁰ Ana Clara Azevedo, A tutela da lealdade nas relações de mercado. A propósito do ilícito publicitário, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 220-239 e 250-263.

⁴⁸¹ V. Adelaide Menezes Leitão, A concorrência desleal e o Direito da publicidade – Um estudo sobre o ilícito publicitário, in Concorrência Desleal, Almedina, Coimbra, 1997, pp. 146-148.

⁴⁸² Podemos falar de um engano por ação objetivo, relativo à falsidade das declarações, ou um engano por ação subjetivo, relativa à indução em erro dos consumidores. No Direito Comparado encontramos referências, neste sentido, à distinção entre publicidade mentirosa e enganosa. V. Ana Clara Azevedo, A tutela da lealdade nas relações de mercado. A propósito do ilícito publicitário, ob. cit., p. 223.

incompleta de alegações que gerem o incumprimento de uma obrigação de informação, decorrente de deveres contratuais.

A nível publicitário o uso de informação falsa ou omissão de informação relevante pode corresponder à prática utilizada em anúncios de suporte em papel da remissão por asteriscos para informações adicionais à mensagem publicitária em si, ou em mensagens divulgadas na rádio ou na televisão com leitura das condições sobre as condições e e preços do publicitado de um modo quase inaudível. Mas também na esfera de cumprimento de deveres pré-contratuais de informação podemos constatar situações análogas a estas, basta recordar aquilo eu se disse no I capítulo respeitante aos especiais deveres de diligência que as instituições financeiras devem respeitar, quando a base da sua contratação assenta no recurso a cláusulas contratuais gerais, algo bem exemplificado em matéria de proibição de cláusulas surpresa.

Por outro lado, pode também ocorrer um engano relativo à forma da mensagem publicitária que, corresponde à problemática da publicidade oculta. Isto é, o recurso a meios dissimuladores que explorem a possibilidade de transmitir publicidade sem que os seus destinatários tenham consciência ou se apercebimento da natureza publicitária da mensagem⁴⁸³. Este tipo de engano, no nosso entendimento, pode ser inserido no escopo das práticas publicitárias agressivas, como um método agressivo de promoção de vendas⁴⁸⁴. Onde se procura pressionar psicologicamente e influenciar determinantemente a vontade de contratar (investir) do potencial cliente/consumidor através do recurso a fatores subjetivos, através de mecanismos que a lei identifica como podendo se tratar de assédio, coação ou influência indevida⁴⁸⁵.

Estas práticas agressivas assentam sobretudo na exploração do medo, ansiedade, da insegurança dos seus destinatários, como modo de condicionar a liberdade de escolha e capacidade do consumidor tomar uma decisão esclarecida. Corresponderá a um caso de assédio o exemplo de promoção instrutiva dos produtos e serviços não solicitados⁴⁸⁶ e de

⁴⁸³ Cfr. n.º 1 do art. 9.º do Código da Publicidade.

⁴⁸⁴ Cfr. al. a) do art. 7.º da LDC.

⁴⁸⁵ Cfr. n.º 1 do art. 11.º do DL n.º 57/2008.

⁴⁸⁶ De acordo com as als. b), c) e f) do art. 12.º do DL n.º 57/2008 corresponde respetivamente às situações de publicidade domiciliária, de comunicações comerciais à distância e do fornecimento não solicitado de produtos e serviços. Práticas bem comuns às instituições financeiras, nomeadamente no setor de crédito e dos seguros, que recorrem usualmente e muitas vezes de modo permanente e inoportunamente à promoção dos seus produtos e serviços através de um contato comercial agressiva via chamadas telefónicas ou do contato presencial em grandes espaços comerciais.

coação quando se cria no destinatário a convicção de que adoção de determinado comportamento económico evita uma situação negativa ou permite alcançar um benefício, através da transmissão de afirmações falsas ou inexatas relativas ao risco e segurança do consumidor caso este não adquira certo produto ou serviço financeiro⁴⁸⁷.

Também aqui podemos traçar um paralelo com a realidade financeira, pois segundo aquilo que foi e é noticiado a propósito dos lesados de instituições financeiras ou do crédito ao consumo, facilmente conseguimos imaginar ou reconhecer casos onde as instituições financeiras na promoção ou mesmo já na negociação dos serviços e produtos por si comercializados tenham apresentado a aquisição de um serviço a preço inferior ou mais vantajoso que ao da concorrência, mesmo sabendo de antemão que não tem condições para propor tal serviço. Ou, então, quando a intenção é ‘vender’ um produto ou serviço diferente daquilo que se promove (podendo mesmo corresponder na realidade a produtos ou serviços que não podem ser legalmente vendidos), se recorre a falsas ou enganosas informações para obter uma decisão positiva do cliente/consumidor.

Em suma, em todas estas práticas encontramos no seu *ratio* a transmissão de informações falsas, omissão de informações substanciais ou indução em erro, concretizando uma evidente desconformidade com a diligência profissional devida no tratamento dos seus clientes, em especial ao levarem o consumidor a tomar a decisão que este não teria tomado de outro modo⁴⁸⁸. Ou seja, intencionalmente ou inconscientemente⁴⁸⁹ ocorre uma distorção substancial do comportamento económico dos consumidores, contrária aos seus interesses económicos e financeiros⁴⁹⁰.

E estes tipos de práticas publicitárias enganosa, dada uma semelhança material e barreira tênue entre si, podem, assim, servir para caracterizar as práticas de uso de informação enganosa ou falsa na captação de investimento numa esfera contratual⁴⁹¹. Aliás, estas

⁴⁸⁷ Cfr., exemplificativamente, al. o) do art. 8.º, al. g) do art. 12.º e al. j) do art. 3.º do DL n.º 57/2008.

⁴⁸⁸ Neste sentido, por exemplo, cfr. Ac. do TRL de 08/11/2017, Processo n.º 1199/16.0Y5LSB-3, relator A. Augusto Lourenço (disponível em www.dgsi.pt), no qual se lê o seguinte: “quando a mensagem veiculada, não é clara nem completa, antes induz em erro o destinatário médio que ao lê-la fica ou pode ficar, convencido de um facto, que afinal não corresponde à realidade e o leva a adquirir o produto em causa, mensagem essa fortemente realçada e apelativa, podemos seguramente afirmar que estamos perante publicidade enganosa”

⁴⁸⁹ É valorizado o carácter enganoso quer tenha sido intencional ou não.

⁴⁹⁰ Cfr. al. e) do art. 3.º do DL n.º 57/2008, de 26 de março, relativo às práticas comerciais desleais. V. Ana Clara Azevedo, A tutela da lealdade nas relações de mercado. A propósito do ilícito publicitário, ob. cit., pp. 220-221.

⁴⁹¹ Pois como já vistos anteriormente a barreira entre publicidade e informação pode ser frágil, uma vez que, a disciplina do Direito da publicidade e o dever de informação do fornecedor de bens e prestador de

situações de ilícito publicitário podem por si só assumirem relevância contratual, quando casuisticamente sejam interpretadas ou entendidas como se tratando de uma verdadeira proposta contratual e não uma mera sugestão ou convite a contratar⁴⁹².

O problema está em saber quando uma mensagem publicitária assume esse carácter contratual e não se trata apenas de uma manifestação de uma intenção negocial. Numa perspectiva de Direito comparado⁴⁹³ encontramos diferentes respostas, no ordenamento jurídico alemão a mensagem publicitária é qualificada pela doutrina como mero convite a contratual, mas na ordem jurídica francesa e italiana a conceção dominante vai ao encontro do entendimento da mensagem como uma proposta contratual. Em Espanha, onde se encontram disposições legislativas expressas sobre o tema, em nome da defesa dos consumidores a regra é identificar a mensagem como mero convite, só assumindo outra relevância se no caso em concreto assumir o seu conteúdo e forma uma precisão em grau suficiente que possibilite apurar se é dirigida para uma especial situação e pessoas determinadas.

Esta questão é importante pois determina em que medida e tutelada a posição do consumidor em caso de incumprimento do dever geral de informação. Isto porque, se entendermos que a mensagem publicitária é apenas uma sugestão ou convite a contratar, funcionando como um mecanismo de persuasão publicitária que, deve atender a uma série de requisitos previstos legislativamente, será enquadrada na figura do *donus bonus*. Isto é, como sendo meras sugestões ou artifícios usuais, considerados legítimos, segundo as conceções dominantes no comércio jurídico⁴⁹⁴.

E desta forma, todos os elementos presentes na mensagem publicitária não fazem parte do conteúdo do contrato, o anunciante terá ainda de realizar uma reposta contratual, o que

serviços, desde a fase pré-contratual, correspondem a duas vertentes do Direito geral à informação. E parafraseando Calvão da Silva a publicidade (da mesma forma que a informação dos deveres pré-contratuais) ao assumir um carácter que “*motiva e determina o consentimento do consumidor, gerando a sua boa fé e confiança legítima nas características, propriedades e qualidades do produto ou serviço propagandeadas, a mensagem publicitária não pode ser despida de valor e relevo jurídico*”. Cfr. João Calvão da Silva, A publicidade na formação do contrato, in FDUL – Comemorações dos 35 anos do Código Civil e dos 25 anos da Reforma de 1977, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 699.

⁴⁹² Carlos Ferreira de Almeida, Relevância contratual das mensagens publicitárias, in Revista Portuguesa de Direito do Consumo, n.º 6, Associação Portuguesa de Direito do Consumo, Coimbra, 1996, p. 9-25.

⁴⁹³ Michael Will, A mensagem publicitária - obstáculo à formação do contrato, in Comunicação e defesa do consumidor: atas do Congresso Internacional, Instituto Jurídico da Comunicação da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2002, p. 265, *apud*, Ana Clara Azevedo de Amorim, A tutela da lealdade nas relações de mercado (...), ob. cit., pp. 271-272.

⁴⁹⁴ Cfr. n.º 2 do art. 253.º do CC.

significa que em caso de violação da do regime jurídico da publicidade financeira, não constitui verdadeiro incumprimento contratual, não podendo o consumidor recorrer ao instituto da responsabilidade civil contratual salvo a *culpa in contraendo*.

Em sentido contrário se as mensagens publicitárias forem, no plano jurídico, uma verdadeira proposta ao público⁴⁹⁵, são já os seus destinatários titulares de um direito potestativo em aceitar ou não concluir o contrato⁴⁹⁶. Encontrando-se aquele que emitiu a mensagem na sua dependência, dado já ter apresentado a sua proposta contratual quando publicitou determinada mensagem e, por isso, os elementos constantes de tal mensagem fazem parte do conteúdo contratual. E caso se verifique a inobservância do conteúdo contratual como aquilo que constava na mensagem publicitária, há lugar agora sim para a responsabilidade civil contratual.

No nosso Direito, a questão é de certo modo resolvida n.º 5 do art. 7.º da LDC, aplicável à publicidade financeira por força do proémio do art. 5.º do RJCC, segundo o qual toda e qualquer informação concreta e objetiva inserida em mensagem publicitária faz parte do conteúdo do contrato celebrado, após a sua emissão, tendo-se por não escritas as cláusulas contratuais em contrário. Quer isto dizer, que a mensagem publicitária tem uma relevância contratual direta e corresponderá a uma proposta contratual quando se constate que em determinado caso concreto foi celebrado certo contrato precisamente com base no publicitado.

Isto é, quando o conteúdo publicitário for elaborado de forma prévia e unilateral pelo anunciante da mensagem publicitária financeira (instituição financeira ou intermediário), não tendo o consumidor a possibilidade de intervir no conteúdo de tais mensagens, uma vez que a sua atuação se resume à mera aceitação (ou não) do mesmo. A publicidade, até aí circunstância extrínseca ao contrato, é agora valorizada pelo ordenamento jurídico que, a ela manda recorrer para determinar o sentido da declaração negocial do ‘vendedor’, retirando da não conformidade as devidas consequências jurídicas adequadas, de acordo com um princípio de confiança⁴⁹⁷.

⁴⁹⁵ Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos de Consumo*, Almedina, Coimbra, 2005, p. 98; Fernando de Gravato Morais, *Contratos de Crédito ao Consumo*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 82.

⁴⁹⁶ Cfr. n.º3 do art. 230.º do CC.

⁴⁹⁷ Maria Miguel Morais de Carvalho, *O conceito de publicidade enganosa*, ob. cit., pp. 700-702.

Mas, não quer isto dizer que, se atribua relevância para efeitos contratuais a toda e qualquer mensagem publicitária, tudo dependerá de qual for o conteúdo em concreto daquilo que foi efetivamente publicitado e do próprio regime jurídico aplicável ao negócio jurídico⁴⁹⁸. Só, sendo, relevante contratual as mensagens publicitárias que apresentem um conteúdo preciso e completo sobre todos os elementos considerados necessários à formação de uma vontade livre e esclarecida por parte do consumidor⁴⁹⁹.

Se assim for, em caso de prática comercial enganosa, onde por ação ou omissão se induza ao erro ou ao engano o cliente/consumidor sobre a comercialização de um produto ou serviço, está constituída, nos termos do art. 287.º do CC, uma situação de anulabilidade para os contratos celebrados sob influência de tais práticas.

Neste caso, se a publicidade tem uma relevância contratual, ao ser assumida como uma componente negocial intrínseca à celebração do contrato, significa que, o conteúdo informativo da mensagem publicitária corresponderá ou integrará o conteúdo ou forma dos deveres de informação que quem propõe determinado contrato se encontra adstrito. Logo, nestas circunstâncias a publicidade e os deveres de informações contratuais coincidem materialmente, e a prática de publicidade enganosa corresponderá ao uso de informação enganosa para a captação de investimento, configurando a violação dos deveres de conduta supra aludidos.

No próximo capítulo iremos prosseguir na análise sobre quais os meios de reação ao dispor dos consumidores perante este tipo de situações, nomeadamente o recurso aos tribunais pelo consumidor a fim de reagir contra a publicidade/informação financeira que lesa os seus interesses e direitos juridicamente tutelados. Mas, antes, importa ter presente como o uso de informação enganosa é cada vez mais uma realidade na ordem de trabalhos da promoção da confiança, segurança e eficiência dos mercados e, não se resume apenas ao âmbito das mensagens publicitárias.

⁴⁹⁸ *Idem, ibidem.*

⁴⁹⁹ Neste seguimento, Rute Couto (em A relevância contratual da publicidade, in Estudos selecionados do Instituto Jurídico Portucalense, vol. II - Temas de Direito dos Contratos, Rei dos Livros, Lisboa, p. 69) afirma que “ *a vinculatividade da publicidade não abrange todo e qualquer elemento informativo, mas somente as informações concretas e objetivas, pelo que se excluem desta integração contratual: as armações genéricas e triviais, por não revestirem carácter informativo; os juízos valorativos, que expressam uma apreciação pessoal; as hipérboles e exagero publicitário (...); a publicidade superlativa* ”

4.2. Repressão da informação enganosa

4.2.1. DMIF II

Na sequência da realidade constatada no ponto anterior, causa de potenciais lesões na confiança dos consumidores e consequentemente na estabilidade e eficiência no funcionamento dos mercados, é mais que evidente a necessidade de restabelecer ou renovar o equilíbrio entre os agentes do mercado, entre quem investe e quem procura captar investimento. Ou seja, a necessidade de recuperar a *fides* de todos os intervenientes no mercado é uma prioridade e o uso de informação enganosa na captação do investimento um problema que deve ser acautelado.

Para tal verificou-se paulatinamente um movimento legislativo no seio do Direito da UE no sentido de reforço dos mecanismos de regulação e supervisão, de redefinição das estruturas de regulação em especial ligadas aos modos e formas de negociação de produtos e serviços financeiros e de intensificação dos deveres e regras de conduta para maior tutela do investidor.

Este movimento legislativo, apelidado mesmo por *tsunami regulatório*⁵⁰⁰, abrangeu diversas alterações legislativas que excedem mesmo o objeto do presente estudo, mas podemos distinguir como fonte basilar de tais alterações a chamada DMIF I⁵⁰¹. A qual constituiu o primeiro grande esforço da UE no sentido de uma regulação transversal do mercado e, cujos seus objetivos⁵⁰² em grande parte passaram pela implementação de medidas que estimulassem a *integração, competitividade e eficiência* dos mercados

⁵⁰⁰ Tiago dos Santos Matias, Product Intervention na DMIF II: nótulas sobre o último poder (ou o poder último) conferido às autoridades de supervisão, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, p. 257.

⁵⁰¹ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, que substituiu a Diretiva 93/22/CE, de 11 de junho de 1993, (DSI - Diretiva dos Serviços de Investimento). Foi em Portugal realizada a sua transposição através do DL n.º 357-A/2007 de 31 de outubro.

⁵⁰² A DMIF I teve como principais objetivos: atualização do elenco de serviços de investimento e de instrumentos financeiros; criação de passaporte europeu mais eficaz; desenvolvimento e a harmonização dos requisitos de organização e dos deveres de conduta aplicáveis a intermediários financeiros; reconhecimento de novas formas organizadas de negociação; criação de regime completo de transparência relativa a transações potenciais e efetivas em instrumentos de capital; aproveitamento pleno da informação reportada às autoridades de supervisão sobre transações em instrumentos financeiros. Cfr. CMVM, Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF): Uma Leitura Guiada, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/23bfbaf672034b73926e8b2d3cbbcba07DMIF_umaleituraguiada181206alt.pdf.

européus⁵⁰³. E o ainda atual quadro regulatório português, sobre tudo a nível comportamental, como relatado anteriormente, corresponde em grande parte ao ordenado pela DMIF I.

Porém, por consequência da crise financeira de 2007-2009 e dos escândalos financeiros que lhe sucederam, ficou demonstrado as diversas deficiências e incapacidades existentes nas formulações da DMIF I⁵⁰⁴. Deste modo, no sentido de reagir perante a cada vez maior complexidade dos produtos e serviços financeiros comercializados e da consequente preocupação de uma maior e melhor proteção dos investidores entrou na ordem de trabalhos a necessidade de realizar uma revisão da DMIF I, para melhor a adaptar ao contexto atual⁵⁰⁵. Revisão essa que, culminou com a aprovação da DMIF II (Diretiva 2004/65/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014)⁵⁰⁶ e do RMIF (Regulamento (UE) n.º 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014)⁵⁰⁷.

⁵⁰³ Miguel dos Santos Almeida, High-Frequency Trading – Regulamentação e Compliance no contexto da nova DMIF II, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, p. 427.

⁵⁰⁴ Importa não esquecer que, independentemente dos seus méritos, a DMIF I foi elaborada num período pré-crise de 2007-2009 e, embora não seja correto afirmar que o tenha seguido em absoluto, não deixou de ter sido enquadrada ainda no âmbito das diretrizes do chamado Livro Branco de 2001 sobre governança europeia (disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=LEGISUM%3A110109>). Onde a Comissão Europeia definia como objetivo político a melhor regulamentação e melhores resultados económicos e financeiros através da simplificação normativa do Direito da UE e dos Estados-Membros e da promoção de uma regulação menos intrusiva, assente no princípio da desregulação inspirado nos ideais liberais dos finais do século XVIII. Cfr. Paulo Câmara, A regulação baseada em princípios e a DMIF, in Caderno de mercados de valores mobiliários, N.º27, agosto de 2007, CMVM, 2007, p. 57; Tiago dos Santos Matias, Product Intervention na DMIF II: nótulas sobre o último poder (ou o poder último) conferido às autoridades de supervisão, ob. cit., p. 258.

⁵⁰⁵ Nas palavras de Luís Catarino e Manuela Peixe pretende-se, nomeadamente, “*acomodar as novas realidades, vg electrónicas (...), naquilo que é usualmente designado, perante a devastação ocorrida nos mercados desregulados, de um “tsunami” re-regulatório avassalador que modificará necessariamente a paisagem actual*”. V. Luís Catarino, Manuela Peixe, A nova regulamentação dos mercados financeiros - um Tsunami regulatório? (II), in Instituto de valores mobiliários – Estudos, disponível em https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1417450571emir_tsunami_final_parte_i_8out2014_parte_ii_dezembro..pdf.

⁵⁰⁶ A DMIF II, nos termos da Diretiva (UE) 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho, entrou oficialmente em vigor no dia 3 de janeiro de 2018. Em Portugal, o processo de transposição legislativa encontra-se atrasado, à data da elaboração do presente estudo, após aprovação em Conselho de Ministros encontra-se ainda em discussão na AR. O anteprojeto de diploma de transposição da DMIF II e RMIF pode, contudo, ser consultado em [http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinanceiros/Documents/CNSF%20-%20Anteprojeto%20Diploma%20Transposicao%20DMIF%20II%20\(final\).pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinanceiros/Documents/CNSF%20-%20Anteprojeto%20Diploma%20Transposicao%20DMIF%20II%20(final).pdf).

⁵⁰⁷ Juntamente com a DMIF II e o RMIF seguiram-se outras diplomas legislativos complementares a este ‘novo’ Direito aplicável aos mercados financeiros. Nomeadamente da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, sobre regras de pagamento, remunerações, comissões ou outros benefícios dos instrumentos e fundos financeiros; do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, sobre a DMIF II; Regulamento Delegado (UE) 2017/567 da Comissão, de 18 de maio de 2016, sobre o RMIF. Sobre estas e restantes 41 diplomas de regulamentação de normas

A DMIF II, entre outras matérias, visa reforçar e garantir a defesa dos direitos dos consumidores na parte dos serviços financeiros⁵⁰⁸ e, é neste âmbito que assume relevância para o objeto do presente estudo. Não é propriamente dita uma novidade esta preocupação que, já tinha sido manifestada na DSI, na DMIF I e no nosso CVM (no n.º 1 do art. 304.º), mas foi agora através do pacote legislativo trazido pela DMIF II alvo de uma maior concretização, atualização e melhoria.

O fortalecimento da posição jurídica dos investidores/clientes é potencializado na DMIF II através do reforço dos deveres de conduta e organizacionais, nomeadamente em matéria informativa, das instituições financeiras (na DMIF II opta-se pela designação por *empresas de investimento*) e dos seus intermediários financeiros. Designadamente no que diz respeito, ao reforço da transparência e dos deveres de informação devemos, então, salientar quais são os aperfeiçoamentos instituídos em matéria de tutela dos investidores, nomeadamente na ampliação dos deveres dos intermediários financeiros sobre a informação a prestar aos clientes.

Para tal, na DMIF II é expressamente salientado que devem coordenar a sua atuação segundo uma *forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes* (n.º 1 do art. 24.º) e, consequentemente todas as informações, incluindo as comunicações comerciais, que devem ser claramente identificadas como tal, devem ser enviadas aos seus clientes ou potenciais clientes de um modo correto e claro, não induzindo em erro (n.º 3 do art. 24.º).

complementares de regulamentação. Cfr. Paulo Câmara, DMIF II: A nova pedra angular do Direito dos Mercados Financeiros, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 202-205; e v. Jornal Oficial da UE, de 31 de maio de 2017, no qual foram publicados os referidos diplomas.

⁵⁰⁸ Como se pode ler no Considerando 4 da DMIF II, “ a crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. A evolução dos mercados financeiros realçou a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros, incluindo situações em que a negociação nestes mercados é efetuada no mercado de balcão (OTC, over-the-counter), a fim de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas”. E neste sentido, no Considerando 70 é prescrito que “o número de investidores presente nos mercados financeiros tem vindo a crescer, sendo-lhes oferecido um leque de serviços e instrumentos mais amplo e complexo, pelo que, tendo em conta esta evolução, é necessário prever um certo grau de harmonização para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção em toda a União. (...) Tendo em conta a importância de que continuam a revestir as recomendações personalizadas para os clientes e a complexidade crescente dos serviços e instrumentos, é necessária a melhoria das regras de conduta, a fim de reforçar a proteção dos investidores”.

Essas informações a prestar devem incidir sobre a própria empresa de investimento e aos seus produtos e/ou serviços, os instrumentos financeiros, as estratégias de investimento propostas, os locais de execução e de todos os custos e despesas relacionadas (n.º 4 do art. 24.º). Devendo, em especial, serem comunicadas as informações *sobre os instrumentos financeiros e as estratégias de investimento propostas inclui orientações adequadas e avisos sobre os riscos inerentes a investimentos nesses instrumentos ou no que respeita a determinadas estratégias de investimento e se o instrumento financeiro se destina a clientes profissionais ou não profissionais, tendo em conta o mercado-alvo identificado*⁵⁰⁹. E ainda, as informações sobre todos os *custos e encargos associados incluem informações relacionadas com serviços de investimento e serviços auxiliares, incluindo o custo da consultoria, se for caso disso, o custo do instrumento financeiro recomendado ou vendido ao cliente e o modo como o cliente pode proceder ao seu pagamento, abrangendo também quaisquer pagamentos a terceiros*⁵¹⁰.

Contudo, relativamente ao incremento dos deveres de informação não há aqui uma revisão significativa do regime em vigor no nosso CVM⁵¹¹, pelo menos a nível estrutural não há nenhuma inovação. Há sim um aperfeiçoamento do regime legal no sentido de acautelar os vícios e falhas que contámos anteriormente ao nível da divulgação e uso da informação. Esses aperfeiçoamentos em grande parte correspondem a aspetos operacionais e materiais dos deveres de conduta e organizacionais dos intermediários financeiros, como por exemplo ao nível do regime de avaliação do carácter adequado da operação que, alude o art. 314.º do CVM.

Na realização do teste de adequação a DMIF II estabelece um conjunto de regras no processo de recolha de informações (conhecimentos, experiências de investimento, situação financeira e objetivos/motivos em investir) sobre certo cliente e, subsequente da avaliação de qual o produto ou serviço financeiro mais adequado para o perfil do cliente. Devendo a realização de tal teste assentar no conhecimento dos clientes, do seu negócio, da sua estrutura, dos seus produtos, dos seus empregados e das suas regras⁵¹².

⁵⁰⁹ Al. b) do n.º 4 do art. 24.º da DMIF II.

⁵¹⁰ Al. c) do n.º 4 do art. 24.º da DMIF II.

⁵¹¹ Ana Perestrelo de Oliveira, DMIF II e Consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, p. 221.

⁵¹² Cfr. n.º 1 a 3 do art. 25.º da DMIF II, que realiza uma maior concretização do previsto no CVM, no n.º 2 do art. 301.º, n.º 3 do art. 304.º, n.º 1 do art. 305.º e no art. 314.º. Esta matéria deverá passar a estar

Para tal, deve ser respeitado o elenco de deveres previstos no n.º 4 a 9 do art. 24.º da DMIF II⁵¹³, devendo o seu cumprimento, nos termos do n.º 6 do art. 25.º, ter como base o teste de adequação justificado em documentação escrita, o chamado relatório de adequação (*suitability report*), a entregar ao respetivo cliente⁵¹⁴.

As normas de diligência a ter na realização do teste de adequação previstas ao longo do art. 25.º da DMIF II também se devem aplicar à generalidade dos deveres de informação previstos no CVM, no âmbito da intervenção dos intermediários financeiros na prestação de qualquer serviço de investimento ou auxílio da contratação de investimento, como é o caso da consultoria para o investimento⁵¹⁵, uma matéria que dado o objeto deste nosso estudo assume uma natural relevância.

E para a qual a DMIF II formula normas especiais em matéria de deveres de informação e transparência, nomeadamente distinguindo entre a consultoria prestada numa base independente ou dependente, cujo potencial cliente deve ser informado de qual se trata, nos termos respetivamente do n.º 7 e 4 do art. 24.º.

A diferença entre este tipo/modo de consultoria reside na lista ou gama de produtos ou serviços financeiros que o intermediário financeiro terá como objeto no teste de adequação, isto é, se apresenta ao seu cliente um conselho de investimento/desinvestimento sobre uma gama suficientemente diversificada⁵¹⁶ quanto ao seu tipo e emittentes ou fornecedores (consultoria independente), ou se a consultoria é restrita aos instrumentos financeiros do próprio intermediário financeiro ou de entidades

agrupada autonomamente no novo n.º 2 do art. 305.º, de acordo com texto do apresentado anteprojeto de revisão do CVM para transposição da DMIF II . V. Sofia Leite Borges, A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos valores mobiliários e na segunda Diretiva dos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), in RDS, Ano VIII (2016), n.º 2, Almedina, Coimbra, p. 286.

⁵¹³ Os termos deste artigo são complementados pelo art. 25.º, segundo o qual o intermediário financeiro encontra-se adstrito a informar o seu cliente com a antecedência suficiente sobre a instituição financeira, a empresa de investimento e os seus serviços, os instrumentos financeiros e às estratégias de investimento propostas, os locais de execução e de todos os custos e despesas relacionadas.

⁵¹⁴ A ideia passa por tornar o teste de adequação mais exigente à realidade em concreto, segundo uma lógica de proporcionalidade de quanto maior o risco, o grau de investimento ou a complexidade do produto ou serviço prestado maior deverá ser o nível de conhecimento exigido. V. Ana Perestrelo de Oliveira, DMIF II e Consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio, ob. cit., pp. 222-223.

⁵¹⁵ Cfr. n.º 1 e 2 do art. 294.º do CVM.

⁵¹⁶ Escolhidos através do processo de seleção definido no n.º 1 do art. 53.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, segundo regras de proporcionalidade, de representatividade, de diversificação, de completude e de neutralidade. Cfr. Sofia Leite Borges, A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos valores mobiliários e na segunda Diretiva dos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), ob. cit., pp. 291-293.

com relações estreitas com aquele ou perante as quais este tenha um qualquer vínculo contratual.

Para este dever do intermediário financeiro, nos termos do n.º 1 do art. 52.º do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, de esclarecer de modo claro e conciso que a consultoria se qualifica como independente ou dependente e quais as suas condicionantes, podemos encontrar a sua razão de ser para atenuar a tomada de decisões com base na prestação de informações pelo intermediário financeiro, cuja sua atuação se encontra viciada ou condicionada pelos efeitos da teoria de agência⁵¹⁷. Até porque caso esteja em causa uma autodeclarada e verificada consultoria independente, o intermediário financeiro, nos termos do n.º 7 do art. 24.º da DMIF II⁵¹⁸, está proibido de aceitar ou receber quaisquer remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias⁵¹⁹.

Logo, no caso da consultoria independente os clientes, beneficiários do aconselhamento, são os responsáveis exclusivos por suportar os seus custos e, deste modo, ao fazer recair os custos sobre os clientes poderá incentivar-se a escolha por produtos menos complexos, gerando pelo menos em teoria, uma eventual tendência de simplificação dos produtos⁵²⁰. No caso da consultoria dependente é aceitável ocorrer remuneração ou outros benefícios externos para o intermediário financeiro, desde que se respeitem as condições traçadas no n.º 9 do art. 24.º da DMIF II. Só sendo admitido o pagamento de benefícios se cumulativamente forem respeitados três testes de admissibilidade ⁵²¹ : *teste da transparência (comunicação ao cliente)*; *teste da qualidade (promove um reforço da*

⁵¹⁷ Como supra enunciado no ponto 3.2. do capítulo III, há sempre o perigo dos intermediários em troca de certas contrapartidas promoverem produtos (investimentos) que nem sempre são aqueles que melhor se adequam ao perfil e interesses dos seus clientes.

⁵¹⁸ Desenvolvido nos arts. 11.º e 12.º da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016. No qual no n.º 3 do art. 12.º se abre apenas a exceção para a possibilidade de aceitarem ou auferirem benefícios não monetários que não sejam significativos. Fora deste caso, caso o intermediário receba qualquer pagamento, deverá devolvê-lo ao cliente.

⁵¹⁹ Em matéria de potenciais conflitos de interesses, já DMIF I, no seu art. 26.º (art. 313.º do CVM), regulava sobretudo a problemática da existência de benefícios (*inducements*) associados à própria atividade de intermediação financeira, que constituem uma ameaça à satisfação dos interesses dos investidores/clientes. Ao nos referirmos a benefícios estamos a utilizar a terminologia utilizada pela CE para designar todos os tipos de *incentivos pagos aos intermediários financeiros como contrapartida pela promoção de produtos específicos ou fluxos de negócios*. V. José Ferreira Gomes, *idem*, p. 241.

⁵²⁰ Ana Perestrelo de Oliveira, DMIF II e Consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio, *ob. cit.*, p. 225.

⁵²¹ Sofia Leite Borges, *idem*, p. 303.

qualidade do serviço prestado); teste do não prejuízo do cliente (não afete o juízo do serviço a prestar na proteção dos interesses do cliente);

Porém, o alcance da DMIF II no reforço dos deveres de informação não se esgota na ampliação quer no conteúdo informativo a prestar previamente ao investidor/cliente, quer na informação a recolher do cliente ao abrigo dos testes de adequação, há também um reforço dos deveres de informação e transparência na fase de pós-negociação, durante a execução do contratado⁵²². Nomeadamente, nos termos do n.º 8 do art. 27.º da DMIF II as instituições financeiras encontram-se adstritas a *demonstrar aos seus clientes, a pedido destes, que executaram as suas ordens em conformidade com a política de execução da empresa de investimento*⁵²³ e *demonstrar à autoridade competente, a pedido desta, que cumprem os requisitos do presente artigo*⁵²⁴.

Mas, para além da intensificação da transparência e diligência do cumprimento dos deveres de conduta, especialmente informativas a que se encontra adstrito quem propõe ou oferece a prestação de um determinado produto ou serviço financeiro, através da maior especificação e ampliação do conteúdo informativo a prestar e no aumento das informações a recolher do cliente, verifica-se também um reforço complementar ao nível dos deveres de organização e governação dos intermediários financeiros⁵²⁵.

⁵²² Cfr. arts. 20.º e 21.º do RMIF.

⁵²³ Nos termos do n.º 1 do art. 27.º da DMIF II na execução do acordado devem ser tomadas *todas as medidas suficientes para obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível em termos de preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem. Em todo o caso, sempre que haja uma instrução específica do cliente, a empresa de investimento executa a ordem de acordo com a instrução específica*. Como garantia do cumprimento desta obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente, nos termos do n.º 4 do mesmo art. 27.º devem ser adotadas *políticas de execução de ordens* que contemplem os seguintes aspetos: critérios de execução nas melhores condições (*best execution*), lista dos fatores utilizados na seleção de um espaço ou organização de negociação; modo como os fatores de execução são tidos em conta na execução; informação sobre a execução de ordens fora de uma plataforma de negociação; síntese do processo de seleção de espaços ou organizações de negociação; estratégias de execução utilizadas; os processos de análise da qualidade da execução obtido; modo de verificação da obtenção desses resultados; Devendo todas estas informações serem explicadas claramente, com um pormenor suficiente e de uma forma que seja facilmente compreensível para os clientes, o modo como as ordens serão executadas. Com a ressalva que previamente ao início de qualquer execução devem os clientes dar o seu consentimento expresso em relação à apresentada política de execução de ordens. Neste âmbito, para as ordens diretamente expressas pelos clientes, nos termos do n.º 1 do art. 28.º da DMIF II devem ser implementadas em nome dos clientes através de procedimentos e mecanismos que possibilitem a melhor execução possível, nomeadamente que sejam atendidas de modo equitativo e expedito as ordens de cada cliente, relativamente às ordens de outros clientes ou aos interesses de negociação da própria empresa de investimento.

⁵²⁴ Cfr. art. 26.º da DMIF II.

⁵²⁵ A necessidade imperativa do intermediário financeiro atuar diligentemente no sentido da promoção dos interesses dos clientes é também reforçada através disposição de uma melhor organização e dos meios adequados para o efeito. Falamos aqui de um dever de organização interna como a concretização do *dever*

Como é o exemplo, na linha da já referida exigência de documentação escrita do relatório de adequação, da exigência de registo de conversas, comunicações eletrónicas e dados de tráfego de operadores de telecomunicações que executam ou documentam a receção, transmissão ou execução de ordens dos clientes ou a negociação de serviços financeiros, mesmo que não resultem na conclusão de acordo a quaisquer operações financeiras⁵²⁶.

Este reforço operacional da negociação visa garantir uma maior eficácia na resolução de litígios⁵²⁷, pois como é referido no Considerando 14 da DMIF II, a recolha destes registos e dados permitirá mais facilmente detetar e atestar a eventual ocorrência de abusos de mercado, como prova do não cumprimento das exigências e requisitos informativos legislados (como poderá ser o caso da divulgação de informação falsa ou enganosa).

Assim, sendo, é pretendido com estas exigências operacionais e complementares às exigências informativas assegurar a realização de uma avaliação e análise corretas da aptidão dos clientes que utilizam determinado serviço⁵²⁸. E neste sentido, foram também previstos deveres sobre as plataformas de negociação⁵²⁹, que passam a dever estar submetidas a um dever geral de instituição de mecanismos transparentes, não discriminatórios e equitativos que permitam controlar eficazmente o bom funcionamento

de aprovação de uma política de gestão de conflitos de interesses, presente no art. 22.º da DMIF II e nos arts. 309.º-A e 309.º-B do CVM. Cfr. José Ferreira Gomes, *Conflito de interesses e benéficos (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFD II*, in *O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 238.

⁵²⁶ Cfr. al. d) do n.º 1 do art. 69.º da DMIF II e art. 25.º do RMIF.

⁵²⁷ Ana Perestrelo de Oliveira, *idem*, p. 221.

⁵²⁸ O intermediário financeiro deve, assim, manter uma organização adequada para atuação conforme os interesses dos clientes, este dever encontra diferentes concretizações normativas, como por exemplo, nos termos dos arts. 16.º a 22.º da DMIF II há o dever de implementar medidas adequadas para permitir às autoridades competentes obter as informações necessárias para verificar o cumprimento dos deveres que se encontram adstritos na relação jurídica com os seus clientes. Pois esta necessidade de melhor tutelar os interesses dos investidores assenta também no reforço da relação jurídica de confiança, em que o devedor se obriga primariamente a prosseguir os interesses do cliente. Cfr. A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 291.

⁵²⁹ Nomeadamente para os operadores de mercado que apliquem técnicas de negociação assente na utilização de algoritmos que permitem realizar automaticamente ofertas no mercado. Esta chamada negociação algorítmica é definida na al. 39) do n.º 1 do art. 4.º da DMIF II, como a “*negociação em instrumentos financeiros, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana*”. Na DMIF I este modo de negociação gozava da isenção atribuída para a negociação por conta própria – cfr. n.º 1 do art. 2 da DMIF I.

da negociação⁵³⁰, em especial com um carácter preventivo de potenciais falhas ou outros eventos suscetíveis de alterar, condicionar ou prejudicar esse funcionamento⁵³¹.

Ou seja, estes mecanismos de controlo visam, nomeadamente, assegurar que os clientes não ultrapassem os *limiares de crédito e de negociação pré-estabelecidos e adequados e que, a negociação dos clientes é devidamente acompanhada, assim como se deve garantir que os controlos de risco adequados impedem que a negociação seja suscetível de criar riscos para a própria entidade de investimento ou de criar ou contribuir para perturbações no mercado ou ser contrário ao disposto no Regulamento (UE) n.º 596/2014 ou às regras da plataforma de negociação em causa*⁵³². Neste âmbito, acrescem deveres sobre os intermediários financeiros, em especial de deveres de conduta de respeito de uma série de requisitos organizacionais internos e de deveres de informação perante as autoridades de supervisão^{533/534}.

Contudo, a proteção dos investidores/clientes assente no reforço da diligência e transparência da atuação dos intervenientes ativos do mercado, de acordo com o suprarreferido art. 24.º da DMIF II, não se fica apenas pelo modo transparente e informativo como a promoção, comercialização e negociação deve ser desencadeada. A diligência e transparência na atuação de quem opera no mercado em função dos interesses dos clientes deve também manifestar-se na adequação dos produtos e serviços comercializados, segundo os interesses, expectativas e necessidades dos seus investidores/clientes⁵³⁵.

Dentro desta lógica, impõem-se, assim, obrigações a observar pelas entidades comercializadoras sobre a lista de produtos e serviços que pretendem oferecer aos seus

⁵³⁰ Cfr. Miguel dos Santos Almeida, High-Frequency Trading – Regulamentação e Compliance no contexto da nova DMIF II, ob. cit., pp. 435-437.

⁵³¹ Segundo o n.º 1 do art. 17.º da DMIF II, quem “*desenvolva negociação algorítmica dispõe de sistemas e controlos de risco eficazes e adequados às atividades que desenvolve para assegurar que os seus sistemas de negociação têm a resistência e a capacidade suficiente, estão sujeitos a limiares e limites de negociação adequados e impedem o envio de ordens erradas ou impedem o sistema de funcionar de modo que possa criar ou contribuir para uma perturbação do mercado. (...) a fim de assegurar que os sistemas de negociação não possam ser utilizados para qualquer objetivo contrário ao disposto no Regulamento (UE) n.º 596/2014 ou às regras de uma plataforma de negociação a que esteja ligada. (...) dispõe ainda de planos de continuidade das atividades eficazes para fazer face a qualquer falha dos seus sistemas de negociação e assegurar que os seus sistemas estão plenamente testados e são devidamente acompanhados, por forma a garantir a satisfação dos requisitos constantes do presente número*”

⁵³² Cfr. n.º 5 do art. 17.º da DMIF II.

⁵³³ Cfr. n.º 2 do art. 17.º da DMIF II.

⁵³⁴ Cfr. Miguel dos Santos Almeida, *idem*, pp. 437-440.

⁵³⁵ Cfr. n.º 3 do art. 9.º da DMIF II.

clientes e, ainda, sobre os processos e mecanismos por si utilizados para garantir que esses mesmos produtos e serviços são compatíveis e se mantêm adequados e seguros às características, objetivos e necessidades do correspondente mercado-alvo⁵³⁶.

Fala-se aqui da governação do produto (*product governance*), devendo a comercialização de qualquer produto e/ou serviço financeiro ter subjacente uma *política periódica de aprovação de produtos*, visando assegurar que são atendidos os interesses do cliente e mitigados os conflitos de interesses e outras situações potencialmente prejudiciais para a posição dos clientes⁵³⁷.

A este propósito se estabelece deveres de conceção, tratamento, fiscalização e revisão dos produtos, a EBA enuncia as seguintes práticas a ter em conta neste processo pelos ‘vendedores’: *establishment, proportionality, review and documentation; manufacturers. internal control functions; to identify the target market of a product; product testing; product monitoring; prevent and remedial action; to select distribution channels that are appropriate for the particular target market; information and support of the characteristics of the product and consumer*;⁵³⁸

Quer isto dizer que, para o processo de concepção e de comercialização de produtos financeiros, passa a ser não só necessário atender aquilo que é adequado ao cliente, mas igualmente se corresponderá ao cliente alvo (ou ao mercado alvo do produto)⁵³⁹. Devendo, de acordo com o n.º 3 do art. 16.º e o n.º 2 do art. 24º da DMIF II, a natureza,

⁵³⁶ Aliás antes mesmo da DMIF II, a IOSCO em relatório de 2013 já tinha alertado para a necessidade de uma maior regulação da cada vez maior complexidade inerente aos instrumentos financeiros, manifestando que a imposição de meros standards informativos e comportamentais se tinha revelado insuficientes. Para tal era assinalado como essencial a aprovação prévia e o acompanhamento da comercialização dos produtos e serviços desde a sua emissão, distribuição e execução do investimento, nomeadamente a partir do controlo mais apertado da emissão e licenciamentos dos produtos, da real intensificação da regulação do comércio bancário de retalho, nomeadamente no âmbito da fiscalização do cumprimento dos deveres de informação e da publicidade e distribuição dos produtos, e da regulação das práticas de pós-venda. A este relatório, em 2014 seguiu-se por parte da ESMA a publicação de um parecer sobre *boas práticas de governação dos produtos*, no qual se apresentavam práticas a ter em conta na hora da comercialização no espaço europeu de produtos e serviços financeiros, em especial quando estão em causa *investidores de retalho*. Para um desenvolvimento sistemático deste contexto e intenções que presidiram à apresentação da DMIF II em matéria de governação dos produtos, cfr. Tiago dos Santos Matias, *Product Intervention na DMFII: nótulas sobre o último poder (ou o poder último) conferido às autoridades de supervisão*, ob. cit., p. 265-270.

⁵³⁷ Paulo Câmara, *DMIF II: A nova pedra angular do Direito dos mercados financeiros*, ob. cit., p. 210.

⁵³⁸ EBA (European Banking Authority), *Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products*, in EBA/GL/2015/18, 2016, disponível em <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1141044/EBA-GL-2015-18+Guidelines+on+product+oversight+and+governance.pdf>.

⁵³⁹ Luís Catarino e Manuela Peixe falam aqui de um *princípio da dupla vinculação*. Cfr. Luís Catarino, Manuela Peixe, *A nova regulamentação dos mercados financeiros - um Tsunami regulatório? (II)*, ob. cit., p. 24.

o *target market* e os riscos inerentes serem previamente identificados, compreendidos e assumidos por aquele que emite o instrumento financeiro e por quem o comercializa.

Contudo, em razão da efetiva tutela dos investidores/clientes e integridade do mercado assentes na garantia da boa governação dos produtos e serviços introduzidos no mercado, as autoridades de regulação e supervisão competentes passam também a dispor de poderes de intervenção nesta matéria (*product intervention*)⁵⁴⁰. Isto é de poderes para atuarem em caso de emergência através, conforme a situação, da suspensão temporária ou definitiva e da limitação a certos grupos de investidores da comercialização dos produtos e/ou serviços financeiros ou atividade ou prática financeira⁵⁴¹.

Desde que, verificadas as condições ou situações elencadas, no n.º 2 do art. 42.º do RMIF, nomeadamente quando o produto ou a prática suscite preocupações significativas quanto à proteção dos investidores ou constitui uma ameaça ao funcionamento ordenado e à integridade dos mercados financeiros ou à estabilidade de parte ou de todo o sistema financeiro, ou então, quando esteja em causa um produto derivado que apresente efeitos prejudiciais sobre o mecanismo de formação de preços do mercado que lhe é subjacente⁵⁴².

Posto isto, ao verificarmos todas estas principais alterações introduzidas pela DMIF II conseguimos identificar que a aclamada maior e melhor tutela do investidor/cliente é compreendida nesta fase pela prossecução do seu interesse, através da correção ou do reforço da observância de deveres de diligência e lealdade. Ou seja, passa por potencializar a adoção pelos operadores e intermediários financeiros de uma forte cultura interna de linhas de reporte, de divisão de serviços e de responsabilidade, na linha daquilo que tinha já sido em parte fomentado para as instituições de crédito, sociedades financeiras e empresas de investimento, aquando da revisão do RGICSF, no DL n.º 157/2014, de 24 de outubro.

⁵⁴⁰ Cfr. art. 39.º do RMIF.

⁵⁴¹ Cfr. n.º 1 do art. 42.º do RMIF.

⁵⁴² Estes poderes de intervenção podem ocorrer em qualquer período, podendo, nos termos do 2.º parágrafo do n.º 2 do art. 42.º do RMIF assumir uma dimensão preventiva, agindo as autoridades competentes antes dos produtos ou serviços serem publicitados e/ou comercializados do público interessado. Não deixando com isto de assumir também uma dimensão de monitorização permanente da publicidade e comercialização financeira, conforme os critérios e fatores considerados apropriados para a tomada desses poderes previstos no n.º 3 e 7 do art. 42.º do RMIF.

Com isto pretende-se que os mercados financeiros se organizem e moldem consoante o seu contexto e interesses do momento, por meio da adequação das estruturas e modos de atuação dos operadores financeiros na relação com os seus clientes. Essa adequação é potencializada por uma de duas vertentes, seja pela reorganização interna das instituições e dos profissionais financeiros, seja na sua intervenção direta ou indireta parados para com o público em geral e seus clientes.

Estas mudanças provocadas sobre essas duas vertentes interligam-se entre si para que os intervenientes do lado da oferta no mercado comecem a estruturar os seus modos e padrões organizativos e operacionais para a procura de uma sua atuação cada vez mais próxima da necessidade de acautelar ou responder aos interesses e necessidades reais dos seus clientes, através da introdução de melhores e mais eficazes métodos e cuidados na categorização do perfil dos seus clientes e dos produtos adequados a satisfazer as recaídas necessidades desse seu mercado-alvo.

Mas, até que ponto estas alterações operacionais e/ou organizativas provocam um real incremento da tutela dos clientes financeiros? Bem, se tivermos em conta aquilo que foi anteriormente relatado a propósito dos casos dos lesados do BES e BANIF e sobre o uso e divulgação de informação e publicidade enganosa na captação de investimento, podemos concluir com a concretização das alterações presentes na DMIF II que, esses casos fraudulentos e lesivos dos interesses e expectativas dos clientes de instituições financeiras se podiam ter mais facilmente sido evitados ou mitigados.

Isto porque, não só passa a ser exigido mais responsabilidades informativas, sobre aquilo que deve ser tornado público para o mercado e investidores, como há um intensificar da relação de confiança/responsabilidade entre quem oferece um investimento e entre quem procura investir, possibilitando pelo menos em teoria a apresentação, seja na oferta ou recomendação, só dos produtos e serviços que, tendo em conta as suas características concretas em conexão com o perfil do investidor em hipótese, melhor se adequam à situação em concreto. Nomeadamente por força da exigência do cada vez maior conhecimento a ter dos seus clientes, que não só se manifesta no âmbito da ampliação dos deveres de informação a prestar a estes, como também na consequente necessidade de uma recolha e pedido de informações aos seus clientes, recordemos aquilo que foi supramencionado em matéria do teste de adequação.

E a esta maior segurança na relação com os clientes é, ainda, ampliada através do estímulo à cada vez maior transparência no momento da promoção e negociação em matéria de comercialização, basta pensar naquilo que representa para a segurança e confiança dos consumidores da exigência de entrega aos clientes de documento escrito sobre o conteúdo informativo prestado e divulgado na oferta ou recomendação de determinados produtos ou serviços, ou da gravação de todas as comunicações e bases de dados utilizadas.

E, ainda, das soluções encontradas para reduzir ou anular potenciais conflitos de interesses⁵⁴³, como são as regras, para que as instituições financeiras garantam as suas políticas em matéria de remunerações e avaliações do desempenho dos seus funcionários não sejam contrárias aos interesses dos clientes. Devendo para tal, como referido, essas remunerações e avaliações apenas serem válidas se o produto recomendado for o que melhor satisfizer as necessidades do cliente.

Deste modo, não só é mais fácil em primeiro lugar ao cliente observar e demonstrar o que lhe foi informado por quem de Direito, como se pretende mitigar a venda indiscriminada e massiva de produtos ou serviços de investimento por parte dos funcionários bancários independentemente da sua adequação para os clientes, uma vez se limita a política de pagamento de prémios ou compensações aos funcionários pelo cumprimento de quaisquer objetivos estabelecidos internamente para a venda de determinados produtos ou serviços.

E por outro lado, para além conforme a complexidade dos produtos e do tipo de investido em hipótese, a citada governação do produto, ao implicar que aquele que é o produtor ou responsável pela comercialização do produto de investimento tem de decidir a quem é dirigido e quem o comercializa tem de confirmar que quem o adquire está no mercado-alvo. Com isto se deve abster de comercializar dos produtos que não se demonstrem adequadas aos interesses e necessidades do mercado, havendo até mais poderes de intervenção de controlo a este nível por parte do regulador e, assim sendo, se reduz pelo menos o risco das práticas ilegais de *misselling*.

Em suma, com DMIF II há como vantagens diretas no reforço da confiança e confiança dos investidores no que diz respeito à prestação de informação à altura da complexidade

⁵⁴³ Porém, sobre este ponto herdado do n.º 4 do art. 22.º da DMIF I, existe quem defenda que não se visa efetivamente a evitar ou reduzir o risco da formação de conflitos de interesses, mas antes a mera identificação de eventuais conflitos. Neste sentido, cfr. Sofia Leite Borges O conflito de interesses na intermediação financeira, in, Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira, Almedina, Coimbra, 2010, p. 378.

dos produtos e serviços comercializados e no encerramento de qualquer ausência de *standards* de organização ou políticas e procedimentos internos que permitam a tomada de decisão com independência e segundo os interesses dos clientes. Assente sobretudo na anulação de potenciais situações de conflitos de interesses e na promoção de um ambiente de controlo interno adequado e permanente, através no acompanhamento daquilo são as características e necessidades do seu mercado-alvo e na reavaliação regular do desempenho dos seus produtos e serviços comercializados, em conexão com as identificadas necessidades e características do seu mercado-alvo.

Não quer com isto se dizer que deixe de haver críticas ou reticências sobre a aplicabilidade prática desta tendência reformista encabeçada pela DMIF II, designadamente por constituir um excesso de regulamentação capaz de provocar a perda de competitividade e flexibilidade dos mercados europeus face a outros mercados⁵⁴⁴. Mas, esta problemática não afasta os efetivos méritos e benefícios trazidos para a tutela do consumidor de serviços financeiros, de qualquer modo optamos por isso por tecer as nossas conclusões mais aprofundadas apenas fim do presente estudo.

4.2.2. Tutela sancionatória do comércio financeiro: em especial a Lei n.º 28/2017

Paralelamente ao reforço dos deveres de informação e diligências da relação com o cliente e das estruturas e regras de organização dos agentes financeiros sobretudo em matéria de negociação, no enalço da proteção do investidor, nomeadamente através do controlo transmissão ou divulgação de informação na captação de investimento importa agora também verificar o modo como o sistema financeiro regulatório lida quando os deveres organizacionais ou as regras de conduta são infringidos em detrimento dos interesses dos clientes.

Isto é das consequências pelo não cumprimento da prestação adstrita a esses deveres, pois para que um dever seja efetivo, a sua previsão tem de ser acompanhada de sanções para o caso de incumprimento do mesmo, sob pena de se tornar num dever vazio ou insuscetível de ser coercivamente executado. Neste âmbito, sobressai, desde logo, a tutela penal e sancionatória do setor financeiro, reconhecida constitucionalmente no art. 101.º da CRP em nome defesa do bom funcionamento de cada setor do sistema financeiro, com

⁵⁴⁴ Cfr. Paulo Câmara, DMIF II: A nova pedra angular do Direito dos mercados financeiros, ob. cit. pp. 207-213 e, ainda, Luís Guilherme Catarino, Informação: utopia, realidade e intervenção pública, ob. cit., pp. 97-102.

base na prevenção e no sancionar dos ilícitos capazes de lesar a confiança e segurança dos investidores⁵⁴⁵.

O reforço deste referida tutela, em especial por força dos sucessivos casos dos lesados de instituições financeiras, como os suprarreferidos BES e BANIF, assumiu-se com uma preocupação central, para conferir eficácia às normas penais existentes e à própria atuação da atividades e regulação e supervisão nestes domínios, de modo a servir como meio de prevenção em impedir ou contra motivar a ocorrência deste tipo de delitos. A este nível destaca-se a recente Lei n.º 28/2017, de 30 de maio, responsável por operar uma reforma no regime sancionatório do CVM⁵⁴⁶.

Esta lei teve efetivamente como objetivo o reforço da eficácia dos poderes de supervisão, de fiscalização e de sanção de infrações, em nome da *proteção dos direitos e interesses dos consumidores de produtos e serviços financeiros*, através da instituição de um *regime sancionatório substantivamente mais robusto e proporcional e processualmente mais ágil e eficaz na obtenção de uma decisão judicial*⁵⁴⁷. Visando mitigar futuras consequências como aquelas que se verificaram pelas infrações cometidas recentemente no sistema financeiro português, especialmente pela prática de ilícitos que, evidenciaram as falhas na supervisão e regulação financeiras e responsáveis por sérios prejuízos diretos ou indiretos quer para os investidores e o próprio mercado, quer para as finanças e economia portuguesa e, consequentemente para os portugueses em geral⁵⁴⁸.

Neste sentido, da lei n.º 28/2017 resultou o alargamento dos comportamentos típicos no quadro de crimes de manipulação do mercado e uso de informação privilegiada⁵⁴⁹, o

⁵⁴⁵ Para uma análise completa do enquadramento penal e sancionatório do CVM, v. Frederico de Lacerda da Costa Pinto, O novo regime dos crimes e contraordenações no código dos valores mobiliários, ob. cit., pp. 15 e ss.

⁵⁴⁶ Através da transposição da Diretiva 2014/57/UE, do Parlamento e do Conselho, de 16 de abril de 2014, da Diretiva de Execução (UE) 2015/2392, da Comissão, de 17 de dezembro de 2015, e parcialmente da Diretiva 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013, e da adaptação ao Direito português ao Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativas às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado).

⁵⁴⁷ Conforme foi assinalado no preâmbulo (*exposição de motivos*) da Proposta de Lei n.º 53/XIII, que precedeu à Lei n.º 28/2017, disponível em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalleIniciativa.aspx?BID=40964>.

⁵⁴⁸ No preâmbulo da citada Proposta de Lei foi, ainda, expressamente mencionado que a “*ausência ou demora na obtenção de uma sanção efetiva dos responsáveis afetou a credibilidade e reputação das entidades encarregues da regulação e supervisão do setor financeiro, assim como a confiança no sistema judicial e na realização da justiça*”

⁵⁴⁹ Cfr., respetivamente, n.º 3 do art. 379.º e n.º 2 do art. 378.º do CVM.

agravamento das sanções principais e acessórias para as contraordenações, a revisão do regime de exclusão da responsabilidade contraordenacional da pessoa coletiva⁵⁵⁰, a introdução de uma nova figura de unidade de infrações continuadas⁵⁵¹ e alterações na ordem processual e procedimental⁵⁵².

Mas, entre a alterações consagradas destaca-se a introdução de um novo crime designado por *uso de informação falsa ou enganosa na captação de investimento*⁵⁵³, no qual se considera como delito patrimonial e socioeconómico dos *titulares de um órgão de direcção ou administração de um intermediário financeiro, de uma entidade que detenha uma participação qualificada num intermediário financeiro ou de uma entidade emitente de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros*⁵⁵⁴ *que, por qualquer forma, deliberem ou decidam, para essa entidade ou para outrem, a captação de investimentos, a colocação de valores mobiliários ou de instrumentos financeiros ou a captação de financiamento por qualquer outro meio, utilizando para o efeito informação económica, financeira ou jurídica falsa ou enganosa, são punidos com pena de prisão de 1 a 6 anos*⁵⁵⁵.

Deste modo, pretende-se proibir a decisão ou deliberação de captação de investimento, seja na colocação de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros ou na captação de financiamento por qualquer outro meio, sobre potenciais ou eventuais investidores de serviços financeiros, a partir do uso de informação financeira, jurídica ou económica falsa ou enganosa. Considerando, nos termos do n.º 4 do art. 379.º-E do CVM,

⁵⁵⁰ Cfr. n.º 3 do art. 401.º do CVM.

⁵⁵¹ Cfr. art. 402.º-A do CVM.

⁵⁵² Como o aumento para 8 anos do prazo normal de prescrição das contraordenações muito graves, na introdução de uma causa geral de suspensão da prescrição em caso de confirmação judicial (art. 418.º do CVM), no estabelecimento de um regime premial de confissão e colaboração probatória por parte do arguido (art. 405.º-A do CVM), na inclusão do recurso à videoconferência de intervenientes processuais (art. 368.º-B do CVM) e em modificações no regime da forma sumaríssima (art. 414.º do CVM) e no regime do segredo de justiça (art. 408.º-A do CVM).

⁵⁵³ Este novo tipo incriminador vai ao encontro de um modelo de Direito comparado presente na Alemanha, Espanha ou Itália, sob a designação de *burla ou fraude de investimento*. Sobre uma análise comparada da fraude praticada contra investidores prevista no artigo 282 bis do código penal espanhol e da nova incriminação prevista no artigo 379.º-E do CVM, cfr. Ignacio Lledó Benito, Breves notas sobre el fraude de inversores español y el "uso de información falsa o enganosa para captar inversiones" del derecho portugués, in Revista do Ministério Público, Lisboa, Ano 38, n.º 150 (abril-junho 2017), pp. 43-88.

⁵⁵⁴ São estes os sujeitos ativos do ilícito, de fora ficou a figura dos auditores internos e externos e ainda de membros do regulador com envolvimento direto no processo de aprovação de prospectos. V. Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva, Briefing de Mercado de Capitais sobre a Lei n.º 28/2017, de 30 de maio, de Abuso de Mercado e Informação Privilegiada – Novo Regime Sancionatório, maio de 2017, p. 3, disponível em [https://www.mlgts.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters_Boletins/2017/Briefing - Abuso de Mercado e Informacao Privilegiada.pdf](https://www.mlgts.pt/xms/files/Publicacoes/Newsletters_Boletins/2017/Briefing_-_Abuso_de_Mercado_e_Informacao_Privilegiada.pdf).

⁵⁵⁵ Cfr. n.º 1 e 2 do art. 379.º-E do CVM.

como informação falsa ou enganosa aquela que *designadamente apresente situações favoráveis sem correspondência na realidade ou omita factos desfavoráveis que deveriam ser apresentados*.

Querendo isto dizer, que a conduta típica do ilícito será a omissão de informações sob a qual havia obrigação de divulgar, ou então, a efetiva falsificação da realidade, seja de documentos informativos como o chamado prospeto financeiro ou bancário, ou a transmissão de informações pouco idôneas ou sem qualquer sustentação de verdade (dentro da lógica do supramencionado sobre a publicidade enganosa). Podendo, assim, este crime ser imputado, quer quando haja intenção (dolo) em utilizar informação falsa, ou enganosa, quer quando o seu uso resulte de mera conduta negligente⁵⁵⁶, algo que contraia a imputação subjetiva que em regra se aplica aos crimes de burla e falsificação, sob o qual esta incriminação consagrada na Lei n.º 28/2017 se baseia⁵⁵⁷.

Por fim, quando apontamos o crime de uso e divulgação de informação falsa ou enganosa na captação de investimento como um delito patrimonial e socioeconómico, estamos a referirmos ao bem jurídico e à sua natureza que se visa tutelar. Pois, segundo o próprio texto da proposta de lei que, originou esta nova incriminação em vigor no art. 379.º-E do CVM, visou-se proibir penalmente a prática do comportamento descrito anteriormente como forma de tutelar dois bens jurídicos: *“por um lado, um bem de natureza pública – a qualidade da informação no contexto da captação ou recolha de investimento do público, fundamental para a tomada de decisões de investimento por parte dos destinatários da informação (sem prejuízo do âmbito típico da manipulação de mercado); por outro, um bem de natureza individual – o património dos investidores –, conferindo uma tutela específica e estruturalmente mais simples do que aquela que atualmente é assegurada pelos crimes patrimoniais”*.

Com efeito, é correto deduzir que com este delito estamos diretamente não só a promover a proteção dos interesses patrimoniais dos investidores-lesados, mas também a proteção dos interesses económicos coletivos e difusos dos eventuais investidores ou clientes do

⁵⁵⁶ Cfr. n.º 3 do art. 379.º-E do CVM.

⁵⁵⁷ Cfr. Ignacio Lledó Benito, Breves notas sobre el fraude de inversores español y el "uso de información falsa o enganosa para captar investimentos" del derecho portugués, ob. cit., pp. 74-75.

mercado, através da garantia do bom e credível funcionamento do mercado, assente na exposição transparente e completa da informação financeira⁵⁵⁸.

Ou seja, neste tipo de crime, enquadrado no CVM nos crimes de abuso de informação e de manipulação de mercado, é previsto comportamentos lesivos ou perigosos quer para o património dos investidores lesados no caso em concreto, quer para o funcionamento eficiente de um mercado, nomeadamente da chamada *função pública da informação, enquanto critério de justa distribuição do risco negocial*⁵⁵⁹. Logo, estando em causa comportamentos agressivos à tomada de decisão de contratar individual dos sujeitos, mas também lesivos de interesses supra-individuais, trata-se de um crime económico e patrimonial⁵⁶⁰.

Ora, então, o art. 379.º-E traz uma clara novidade no quadro sancionatório do CVM, pois se até aqui este se estendia apenas sobre o binómio da punibilidade dos crimes de *insider trading* ou contra o mercado, temos então um crime que não só assume a tutela de um interesse publico, como visa também acautelar os interesses individuais e expectativas dos clientes de serviços financeiros. A grande questão é se trará na prática efeitos positivos na lógica de proteção dos consumidores, quer numa vertente preventiva (de

⁵⁵⁸ Cfr. Ignacio Lledó Benito, Breves notas sobre el fraude de inversores español y el "uso de información falsa o engañosa para captar investimentos" del derecho portugués, ob. cit., pp. 51-55.

⁵⁵⁹ V. Frederico Lacerda da Costa Pinto, O novo regime dos crimes contraordenações no código dos valores mobiliários, ob. cit., p. 97.

⁵⁶⁰ Em sentido contrário, Frederico Lacerda da Costa Pinto conclui apenas pela classificação dos crimes de abuso de informação e manipulação do mercado como crimes económicos em detrimento dos crimes patrimoniais por estar serem crimes contra o mercado e consequentemente se tutela acima de tudo bens supra-individuais. Seguindo a contraposição, entre crimes económicos e crimes patrimoniais defendida por Jorge Figueiredo Dias e Manuel da Costa Andrade, em Problemática geral das infrações contra a economia nacional, in Direito Penal Económico e Europeu: Textos doutrinários, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, pp. 336 e ss., *apud*, Frederico Lacerda da Costa Pinto, O novo regime dos crimes contraordenações no código dos valores mobiliários, ob. cit., p. 98.

Porém, para o crime previsto no n.º 1 do art. 379.º-E do CVM (que não existia na data da referida análise traçada por Frederico Lacerda da Costa Pinto) não podemos considerar correto o seu tratamento apenas como um crime contra o mercado, uma vez que o seu próprio legislador fez questão de identificar expressamente a tutela de dois bens jurídicos e o próprio contexto histórico dos casos dos lesados do BES e BANIF que o precedeu, assim o determinava. E a sua classificação apenas como crime económico, não faz sentido tendo em conta que, o seu regime comporta, nos termos do n.º 5 do art. 379.º-E, uma atenuação obrigatória da pena em função da reparação efetiva dos prejuízos causados aos ofendidos (uma clara manifestação da sua dimensão patrimonial).

E é aliás algo que faz todo sentido, dado como é expresso na sua proposta de lei, este novo tipo incriminador teve apoio na experiência de direito comparado alemã, italiana e espanhola. Pois, nesses casos, onde se opta pela designação do termo de burla ou fraude de investimento, utiliza-se a sua classificação como um *delito de naturaleza pluriofensiva*, entendido como protegidos bens jurídicos tanto o património individual dos investidores, tanto o correto funcionamento do mercado. Cfr. Ignacio Lledó Benito, Breves notas sobre el fraude de inversores español y el "uso de información falsa o engañosa para captar investimentos" del derecho portugués, ob. cit., pp. 55-58.

diminuição) do uso de informação falsa ou enganosa, quer numa vertente punitiva dos infratores.

Porém, de um modo geral quer a consagração deste novo crime, quer todas as restantes alterações e agravantes em matéria sancionatória no quadro dos crimes contra o mercado ou de abuso de informação privilegiada, assentam direta ou indiretamente na defesa do mercado e dos seus intervenientes. Um fim também presente no elenco de contraordenações previstos no RGICSF, como no caso da violação dos deveres de informação e assistência constantes no art. 77.º, o qual, segundo os termos da al. h) do art. 210.º, constitui um ilícito contraordenacional punível com uma coima se o infrator for pessoa coletiva de 3000 a 1500000 euros, ou se for uma pessoa singular de 1000 a 500000 euros. Coimas essas, que nos termos do art. 205.º, se aplicam se o ilícito for praticado com dolo ou negligência, nesta segunda hipótese é prevista uma redução do montante da coima.

No entanto, estas normas para além das consequências penais/contraordenacionais nelas previstas podem ainda assumir uma importância na medida que, sejam entendidas como possível fundamento de responsabilidade civil. Isto, porque se entende poderem ser qualificadas como normas de proteção estas normas que perfazem em concreto os deveres de conduta das instituições financeiras e dos seus intermediários financeiros, como é o caso do art. 77.º do RGICSF, ou da incriminação traçada no já mencionado art. 379.º-E do CVM para a violação de regras de conduta que, correspondem às regras e *standards* referidos em pontos anteriores do presente capítulo em matéria de deveres de informação, como as reforçadas pela DMIF II.

Deste modo, caso as instituições financeiras ou os intermediários financeiros promovam determinados comportamentos violadores de tais regras qualificadas como normas de proteção, há lugar ao recurso para a figura da responsabilidade civil, nos termos da previsão da 2ª parte do n.º1 do art. 483.º do CC⁵⁶¹. Tudo depende de saber se tais normas

⁵⁶¹ Cfr., neste domínio, Adelaide Menezes Leitão, Concessão de crédito, normas de proteção e responsabilidade bancária, in Estudos de Direito Bancário I, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 236-248. A autora, entre outros fatores e teorias, cita o modelo da norma penal preconizado por Canaris, no qual em caso de dúvida faz depender o reconhecimento como normas de proteção da existência de uma proteção penal, como modo de não cair no simples livre arbítrio do intérprete. Mas, não significa isto que só há normas de proteção às quais corresponda uma tutela penal ou sancionatória, apenas deverá ser entendido como mais um indício da possível presença no caso concreto de normas de proteção, a conjugar com as teorias do fim de proteção da norma e da causalidade adequada.

podem ou não ser qualificados como normas de proteção, na medida que, imputam uma proteção jurídica individual aos interesses dos clientes, através da proibição de um determinado comportamento e, em caso de violação capaz de constituir uma pretensão indemnizatória pelos danos sofridos no círculo de interesses, que a norma violada visa tutelar⁵⁶².

Ou seja, a ideia base passa por essas normas mais que visarem a proteção em geral do mercado, tutelarem direta e efetivamente os clientes financeiros, contra ofensas a determinados bens e interesses pessoais e patrimoniais, no seio de uma relação contratual. É necessário obter uma interpretação do conteúdo de tais normas no sentido do seu fim ser direcionado não só para a repressão ou proibição de certos comportamentos, mas de fundamentarem verdadeiras pretensões indemnizatórias. Impondo-se, no escopo das normas, a proteção de interesse individuais ou particulares face à mera proteção institucional do interesse público, não sendo a tutela dos interesses dos clientes apenas uma simples consequência indireta ou reflexa da defesa do interesse público do bom funcionamento dos mercados⁵⁶³.

Assim, sendo, a finalidade da norma jurídica violada é o elemento decisivo para a qualificação como normas de proteção, no nosso caso de proteção dos clientes/consumidores de serviços financeiros. Mas, após se concluir pela qualificação como norma de proteção é necessário verificar se o dano sofrido é precisamente do tipo que se visa evitar pela norma. Significa isto, que não basta a violação de uma norma de proteção para que se considere o tipo legal objetivamente preenchido e o seu autor incriminado, é ainda necessário atentar ao *concreto escopo de proteção da norma* (conteúdo e objetivos). Através, segundo a doutrina⁵⁶⁴, da verificação dos seguintes três requisitos fundamentais: i) o lesado em concreto corresponde ao círculo de pessoas que a norma abstratamente visa proteger; ii) a lesão ou o prejuízo em concreto ofendeu

⁵⁶² Sinde Monteiro faz depender o reconhecimento de uma norma como de proteção se visa a proteção não da coletividade em geral, mas de uma pessoa ou de um círculo de pessoas. Cfr. Jorge Ferreira Sinde Monteiro, Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações, ob. cit., p. 249. V. Ac. do STJ, de 15/05/2003, Processo n.º 03B535N, Relator: Lucas Coelho, disponível em <http://www.dgsi.pt>: “Por «normas ou leis de proteção» (...) entendem-se «todas as prescrições que impõem ou proíbem um certo comportamento» com vista à tutela dos «interesses juridicamente reconhecidos de determinadas pessoas ou círculos de pessoas»”

⁵⁶³ Adelaide Menezes Leitão, *idem*, pp. 238-239.

⁵⁶⁴ Karl Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, B. II, Besonderer Teil, 12. Auf., C. H. Beck, München, 1981, pp. 506-507; Antunes Varela, Das Obrigações em Geral, vol. I, ob. cit., pp. 539-542; Mário Júlio de Almeida Costa, Direito das Obrigações, ob. cit., pp. 506-507;

precisamente o interesse tutelado pela norma de proteção; iii) o prejuízo como foi causado corresponde ao perigo que se visava reprimir ou prevenir pelo disposto na norma;⁵⁶⁵

Logo, de acordo com os princípios gerais da responsabilidade civil, as normas como o art. 77.º do RGISF e as normas do CVM compreendidas no disposto no seu art. 379.º-E do CVM podem assumir a força de normas de proteção desde que, a interpretação do seu escopo lhes permita atribuir um fim de proteção de interesses individuais e alheios ao interesse pública e a consequente configuração de uma indemnização compatível aos investidores lesados. E atendendo ao seu conteúdo e objetivo é perfeitamente assente que a sua finalidade e enquadra na proteção de um determinado núcleo de pessoas, no caso dos clientes das instituições financeiras, nomeadamente no art. 379.º-E do CVM, onde no próprio contexto de época descrito no seu suprarreferido anteprojeto de lei é reconhecido precisamente como um dos seus objetivos essa tal finalidade.

Em todo o caso, a exigência do disposto fim de proteção individual não tem de ser o único escopo da norma de proteção, esta pode assumir também uma dimensão clara de defesa de um interesse público, não pode é como norma de proteção se reconduzir apenas à tutela reflexiva de interesses. É exemplo disso mesmo o art. 379.º-E, que corresponde como supramencionado há dupla incriminação de um delito patrimonial e socioeconómico.

Por fim, não haverá uma posição jurídica suscetível de ser convertida num direito ao ressarcimento dos danos (pelo menos nos termos expostos anteriormente) fora destes casos, as nas normas onde apenas há uma tutela institucionais e não se observa a atribuição de uma tutela de interesses e bens jurídicos individuais ou particulares, como nos arts. 73.º e 74.º do RGICSF ou do elenco de delitos previstos no Título VIII do CVM, com exceção do art. 379.º-E. Nestes casos resta aos clientes agir contra as instituições financeiras por via de reclamações junto dos reguladores públicos, seja ao BdP ou à CMVM, nos termos respetivamente do art. 77.º-A do RGICSF e art. 305.º-E do CVM.

⁵⁶⁵ Neste sentido, Adelaide Menezes Leitão agrupa respectivamente estes tópicos do seguinte modo: i) a *infração de uma norma jurídica só fundamenta uma obrigação de indemnização quando tiver em vista a protecção daquele círculo de pessoas ao qual pertence o prejudicado (área de protecção pessoal); ii) quando o prejuízo pelo qual se exige uma indemnização for do tipo que a norma de protecção queria impedir (área de protecção objectiva) e iii) quando o prejuízo for causado precisamente daquela maneira a que a norma de protecção se queria opor (área de protecção pelo modo de lesão)* Cfr. Adelaide Menezes Leitão, Normas de protecção e danos puramente patrimoniais, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 632-633.

Contudo, perante a violação de normas qualificadas como de proteção, não basta alegar a prática de ilicitude pela instituição financeira ou seus intermediários financeiros, é necessário preencher os restantes pressupostos da responsabilidade civil. Pois se tais pressupostos não forem devidamente apresentados e justificados não haverá lugar à satisfação de uma qualquer pretensão indemnizatória. Sendo necessário procurar outras vias de responsabilização, como poderá ser, entre outras alternativas, o abuso de direito, será algo que procuraremos responder no próximo capítulo a respeito da tutela civil dos lesados das instituições financeiras.

IV – TUTELA CIVIL DO CONSUMIDOR DE SERVIÇOS FINANCEIROS

1. Da responsabilização civil dos prestadores de serviços financeiros

Chegados até aqui, não há dúvidas que ao mesmo tempo que a informação assume uma relevância significativa na tomada de decisão dos clientes/consumidores de serviços financeiros, também são vários os casos onde os consumidores são confrontados com falhas informativas e situações de manipulação da informação, de uso indevido ou de divulgação de modo enganoso ou falso. Situações, essas capazes de gerar danos como os expostos na sequência da resolução do BES ou do BANIF, afetando a confiança dos clientes nas relações com as instituições financeiras e consequentemente o funcionamento do mercado como um todo.

Neste âmbito, como já anteriormente indiciado, a responsabilidade civil assume um papel importante como resposta para ressarcir os danos destas eventuais situações lesivas. Mas também ao acautelar a confiança e segurança dos clientes e como um dos meios de controlo dos intervenientes ativos dos mercados. Pois, como é reconhecido, só há confiança no cumprimento dos deveres jurídicos se quem a eles se encontra adstrito for responsabilizado pelo seu incumprimento. Importa não esquecer que um dever só é efetivo, se for acompanhado de consequências para o caso de não cumprimento da prestação adstrita ao mesmo, sob pena de se tornar num dever vazio ou insuscetível de ser coercivamente executado.

Assim, sendo, de seguida vamos procurar, de forma sucinta, traçar o atual quadro da responsabilidade civil dos prestadores de serviços financeiros, no que diz respeito à relação bancária em geral e no caso particular da atuação do intermediário financeiro. Optamos por deixar de fora o estudo da responsabilidade do supervisor/regulador, dos auditores e das agências de *rating*, não por uma mera gestão de tempo, mas por considerarmos que, no âmbito da tutela civil dos clientes/investidores, a responsabilização dos intervenientes do lado da oferta do mercado financeiro se assume como a forma mais comum e eficaz de tutela e resolução dos litígios. E, desde logo, dada a relação direta existente para com os clientes, por parte de quem presta ou fornece os serviços, a responsabilidade dos prestadores assume uma maior e mais direta relevância para a posterior análise das diferentes hipóteses de reação aos danos sofridos pelos investidores, por violação de deveres de informação.

1.1. Enquadramento

Quando falamos de prestadores de serviços financeiros não estamos a referir apenas um sujeito em específico, pois não só os mercados financeiros se subdividem em três setores com distintas instituições financeiras a operar, como também não podemos ignorar o contributo da atividade de intermediação financeira na celebração de contratos de prestação de produtos ou serviços de índole financeira. Importa, assim, distinguir entre a responsabilização dos intermediários financeiros e das instituições financeiras que oferecem produtos e serviços financeiros no âmbito da sua normal atividade comercial.

Relativamente ao plano das instituições financeiras, o nosso foco recairá sobre a atividade bancária, uma vez que o exercício desta atividade se manifesta precisamente sobre o objeto do presente estudo, isto é, na oferta de determinados produtos ou serviços financeiros com o fim de captar investimentos. Ou seja, aludirmos à atividade bancária não só enquanto meras instituições de crédito, que recebem depósitos e outros fundos reembolsáveis do público e concedem crédito por conta própria, mas aos bancos enquanto responsáveis pela prática de todo o tipo de operações autorizadas, segundo o n.º 1 do art. 4.º do RGICSF. Nomeadamente da prestação e exercício dos serviços de *pagamento, investimento e auxiliares*, mencionados no art. 199.º-A do RGISF⁵⁶⁶.

Neste seguimento, há ainda que salientar a circunstância da atividade bancária surgir invariavelmente associada a situações de prejuízos ou de lesão de direitos e interesses dos seus clientes ou de terceiros⁵⁶⁷. Porém, para o objeto do presente estudo importa não a análise de todas estas situações, mas apenas das situações relacionadas com informações errôneas, deficitárias e enganosas ou falta de adequação do serviço financeiro prestado. Deste modo, na análise da responsabilização pelos danos resultantes de atos praticados no exercício da atividade bancária, não nos iremos ocupar em especial com os casos que podemos designar como os típicos das operações bancárias, relacionados com a

⁵⁶⁶ Referir-mo-nos à distinção entre banca comercial e de investimento, na terminologia do RGICSF de instituições de crédito e sociedades financeiras. A primeira hipótese incide sobre a atividade tradicional dos bancos (sobretudo de receção de depósitos e de concessão de crédito – cfr. arts. 4.º, 8.º e 14.º do RGICSF) e, a segunda diz respeito à atividade dos bancos direcionada para a prestação (como intermediários) de serviços de investimento (cfr. arts. 4.º e 199.º do RGICSF e arts. 289.º e 293.º do CVM). V. António Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, ob. cit., pp. 334-338-341e 1125 ss.; e João Calvão da Silva, *Banca, Bolsa e Seguros*, ob. cit., pp. 25-29.

⁵⁶⁷ António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 420-421.

*concessão, corte e recusa do crédito bancário*⁵⁶⁸ ou com o não cumprimento (ainda que temporário) pelo banco dos deveres adstritos nos termos do contrato de abertura de conta⁵⁶⁹.

Embora, fora as particularidades das circunstâncias do dever violado, a responsabilidade dos atos danosos praticados pelos bancos corresponderá sempre à disciplina da responsabilidade civil. Ora, não deixaremos, então, de aferir os pressupostos da responsabilidade civil, com a necessária adaptação à realidade bancária quando esta, assim, o obrigue. Quer isto, dizer que quando de seguida analisáramos a responsabilidade bancária estará em causa a responsabilização dos bancos por atos danosos por si praticados no âmbito da sua atividade profissional, mas não corresponderá a uma categoria independente de responsabilidade profissional⁵⁷⁰. Pois, embora com algumas aperfeiçoções para melhor tutela da situação em concreto, não deixa de se seguir a tradicional sistematização da responsabilidade civil.

1.2. Responsabilidade Bancária

Conforme tivemos oportunidade de referir, no âmbito da situação jurídica bancária, quer o banco quer o seu cliente ficam adstritos à prestação de determinados deveres, nomeadamente de trocas de informações, por força das obrigações subjacentes ao vínculo contratual constituído entre si, ou por força da imposição legal de específicos deveres resultantes das cláusulas contratuais gerais ou da própria lei.

Na figura do banqueiro, Menezes Cordeiro elencou as situações que este não pode desrespeitar: *i) as prestações principais derivadas de um contrato celebrado; ii) determinações legais concretas, quanto ao exercício da sua profissão; iii) deveres acessórios associados a prestações principais; iv) deveres gerais de diligência, dirigidos às instituições de crédito; v) determinações concretas do BdP; vi) regras genéricas dimanadas desse mesmo Banco; vii) o dever geral de respeito, relativo a bens protegidos; vii) deveres de tráfego, derivados desse mesmo dever;*⁵⁷¹

⁵⁶⁸ Cfr. Adelaide Menezes Leitão, *Concessão de crédito, normas de proteção e responsabilidade bancária*, ob. cit., pp. 229-248.

⁵⁶⁹ Cfr. António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 420-435

⁵⁷⁰ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Informação bancária e responsabilidade*, ob. cit., p. 227 (225-244).

⁵⁷¹ António Menezes Cordeiro, *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexos de causalidade*, in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 9-10. Para uma melhor descrição das

Em qualquer uma destas situações, o banco será chamado a responder pelos danos resultantes da sua conduta ilícita, havendo, como já referido, recurso às regras da responsabilidade civil. A questão está em que modalidade da responsabilidade civil será o banco responsabilizado, se por via da responsabilidade aquiliana ou obrigacional. Algo que dependerá de qual foi o dever violado, sobretudo se esse dever se funda num vínculo obrigacional ou se se trata de meros deveres genéricos de respeito subjacentes a normas de proteção ou direitos subjetivos.

Caso esteja em causa uma situação de tipo obrigacional, a responsabilidade bancária recaíra no escopo da responsabilidade contratual ou obrigacional, na qual se segue o esquema de Direito francês, com a ilicitude a confundir-se com a culpa, como se deslumbra na presunção de culpa prevista no n.º 1 do art. 799.º do CC⁵⁷². Enquanto, na hipótese de responsabilidade aquiliana ou delitual predomina o modelo alemão, segundo o qual há uma contradição entre a culpa e a ilicitude, cabendo ao lesado apontar cada um dos cinco pressupostos descritos no n.º 1 do art. 483.º do CC.

No plano das prestações de índole informativa há, assim, a necessidade de atender se a informação é devida como uma obrigação principal ou secundária resultante de uma determinada relação negocial/contratual entre o banco e o cliente, ou se é puramente uma decorrência da lei em modo abstrato, não determinada no quadro da autonomia privada⁵⁷³.

À primeira hipótese aplicam-se as regras da responsabilidade obrigacional, funcionando a favor do lesado a presunção dos pressupostos de responsabilidade civil a partir da verificação da falta de cumprimento pelo banco da prestação de informações. Já no segundo caímos no âmbito da responsabilidade aquiliana, com o desfavor para o lesado de ter de provar cada um dos pressupostos de responsabilidade civil⁵⁷⁴.

situações aplicadas à violação do dever de informar, cfr. do mesmo autor, *Direito bancário*, ob. cit., pp. 441-443.

⁵⁷² De acordo com António Menezes Cordeiro, a presunção de culpa engloba também uma presunção de ilicitude, pois nunca será possível presumir um juízo jurídico de censura se não for igualmente presumindo a violação de uma regra jurídica e existência de causas de escusa. Logo, em caso de incumprimento pelo devedor da conduta por si devida ao credor é presumido que esse incumprimento é ilícito e que ele é igualmente censurável. Cfr. António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, ob. cit., pp. 437-438; *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexos de causalidade*, ob. cit., pp. 25-26.

⁵⁷³ António Menezes Cordeiro, *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexos de causalidade*, ob. cit., pp. 40-41.

⁵⁷⁴ Nomeadamente, como referido anteriormente, da responsabilidade civil por violação de normas de proteção, nos termos da previsão da 2ª parte do n.º 1 do art. 483.º do CC. Como o art. 77.º do RGISF e o art. 379.º-E do CVM do CVM, cujo seu fim corresponde à proteção de interesses individuais e alheios ao interesse público. Supra ponto 4.2.3. do capítulo III.

Nesta circunstância, encontramos também, como uma alternativa, referência à possibilidade de responsabilização do banco com base na violação de deveres de boa fé (arts. 227.º e 762.º do CC), como forma de melhor acautelar a posição do lesado, quando a falta de informação não corresponda a uma concreta prestação principal ou secundária⁵⁷⁵. Ou seja, na responsabilidade por informações surge a dúvida se esta tem uma natureza contratual, ou, se é extracontratual, havendo, também, quem defenda uma solução híbrida ou intermédia⁵⁷⁶.

Segundo, o nosso entendimento podemos inserir a responsabilidade bancária por informações na esfera da responsabilidade obrigacional⁵⁷⁷, desde logo, porque podendo esse incumprimento ocorrer na relação pré-contratual, onde ocorre o desequilíbrio ou vício de conduta pelo banco, os próprios deveres que a lei impõe, consagram ou constituem verdadeiras obrigações que, embora prévios à celebração propriamente dita de um contrato e decorrentes de lei, são despoletados pelo facto das partes a eles se vincularem por decorrência das negociações que realizam como pressupostos da futura constituição contratual⁵⁷⁸.

Neste sentido, a doutrina portuguesa tem apontado para determinação da violação de deveres de informação segundo o critério comum da tutela da confiança⁵⁷⁹, pois há a necessidade de tutelar ou proteger a confiança se efetivamente ocorreu uma deturpação

⁵⁷⁵ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, Informação bancária e responsabilidade, ob. cit., pp. 234-235.

⁵⁷⁶ Inocêncio Galvão Telles, Direito das Obrigações, ob. cit., p. 74.

⁵⁷⁷ Cfr., neste sentido, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *idem*, pp. 236-238. O autor assinala expressamente que “*sempre que a informação prestada tenha um cariz objetivo, se deve presumir a culpa do banco nos termos do art. 799.º do CC que como entidade especializada na matéria se compromete à prestação de informações exatas, cabendo a ele ilidir sempre essa presunção com a demonstração de que o cumprimento defeituoso não procede de culpa sua*”.

⁵⁷⁸ Recuperamos as nossas palavras a propósito da natureza do dever de informar como uma realidade eminentemente contratual, supra ponto 1.4. do capítulo III. Pois, o dever de informação é, desde logo, uma decorrência do princípio da boa fé, devendo a atuação das partes ser orientada por este princípio, sendo lhes exigidos determinados comportamentos. Independentemente do tipo e especificidades do contrato em causa, o Direito dos contratos em geral vincula sempre a conclusão da celebração contratual ao efetivo acordo das partes sobre todas as cláusulas (art. 32.º do CC), devendo cada parte no âmbito da negociação e potencial acordo sobre um putativo contrato proceder segundo as regras da boa fé, sob pena de responder pelos danos que culposamente causar à contraparte – no chamado instituto geral da *culpa in contrahendo* (*cic*), presente no art. 227.º do CC.

⁵⁷⁹ A obra de referência nesta sede é a de C.W. Canaris, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München, 1971. Cit. *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*. p. 491 e ss. Canaris apresentou a chamada doutrina dos deveres unitários de proteção, segundo a qual as partes encontram-se vinculadas a um dever de proteção logo a partir da fase de negociação e formação contratual que se estende na vigência do dito contrato. Cfr. João Baptista Machado, *Tutela da Confiança e Venire Contra Factum Proprium*, *Obra Dispersa*, Vol. I, Scientia Iuridica, Braga, 1991, pp. 229 e ss.; António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito civil*, vol. VI, ob. cit., pp. 675 e ss.; e *Da boa fé no Direito civil*, ob. cit., pp. 634 (nesta obra o autor desconsiderava a utilidade prática desta teoria, posição que abandonou posteriormente); Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos I*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, p. 200.

do dever geral de boa fé, no âmbito de uma relação negocial. Tendo, se entendido que tal tutela da confiança é necessária se estiver presente uma situação de confiança imputável a alguém e, que se justifique por dados objetivos e credíveis, como ter havido um investimento, com ou sem relevância económica, em consequência da situação da confiança justificada e a pessoa que confiou e investiu esteja de boa fé⁵⁸⁰.

Parece ser aquilo que está presente na relação entre o banco e o cliente, de uma relação de confiança, na qual o banco, agindo enquanto profissional, encontra-se adstrito a um *dever específico de veracidade das informações prestadas*, quando e mesmo fora das efetivas obrigações que este tenha especificamente se vinculado. Na medida que, a partir do momento que o banco decide ou considera adequado prestar qualquer tipo de informações, o seu estabelecimento é sempre enquadrado e imposto pelas regras da boa fé, independentemente de se encontrarem dispostos certos deveres de prestação de informação nos princípios gerais da atividade bancária ou no regime das cláusulas contratuais gerais⁵⁸¹.

Contudo, não é inteiramente unânime a responsabilização nos termos da responsabilidade obrigacional ou contratual pelos prejuízos da eventual violação destes deveres de conduta, acessoriamente derivados do contrato celebrado. Por exemplo, Pedro Romano Martinez considera que não é correto a prevalência da responsabilidade contratual, no lugar da responsabilidade aquiliana, para os casos de danos provocados pelo desrespeito de deveres laterais de proteção no âmbito da esfera do cumprimento de um contrato. Partindo do princípio que para ser responsabilidade contratual, devem os danos derivar do incumprimento e não do mero facto de o prejuízo ter origem num facto ilícito praticado no exercício das prestações contratuais. Nesse caso, estaremos no campo da responsabilidade delitual ou aquiliana e não na obrigacional, porque os danos vão além do simples âmbito do sinalagma, ao excederem o típico risco associado à contratação⁵⁸².

Em todo o caso, em sentido completamente oposto, encontramos o pensamento defendido, entre outros, por Carlos Mota Pinto, segundo o qual estando em causa (direta

⁵⁸⁰ De acordo com estes requisitos gerais referidos têm sido pensadas e desenvolvidas figuras concretas, onde os mesmos se verificam de modo a detetar-se a violação das regras da boa fé em cada caso concreto, como por exemplo a figura do *venire contra factum proprium*. Cfr. António Menezes Cordeiro, Da Boa fé no Direito Civil, ob. cit., pp. 758 e 759 e Tratado de Direito Civil, vol. I, 4.ª ed. p. 966 ss.

⁵⁸¹ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *idem, ibidem*.

⁵⁸² Cfr. Pedro Romano Martinez, Cumprimento defeituoso, em especial, na compra e venda e na empreitada, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 227-231.

ou indiretamente) um fim contratual, a violação, por ação ou omissão, de um qualquer dever no âmbito de uma relação subjacente a um contrato, resultará na responsabilidade obrigacional, por se tratar de uma efetiva situação em conexão com o contrato. Independentemente de os deveres laterais assumirem ou não uma função auxiliar ao interesse no cumprimento do dever principal de prestação contratual, podendo ser meros deveres de proteção dos bens patrimoniais ou pessoais que, embora não tenham como fim estrito a realização positiva do fim contratual, há sempre uma influência na sua dimensão ou manifestação por força da conexão com o contrato⁵⁸³.

Porém, consideramos que para o caso em especial aqui analisado, da violação do dever de informar no seio da relação banco-cliente, é possível abordar tal problemática sem contradizer em absoluto nenhum dos citados autores⁵⁸⁴. Pois, não deverá haver, abstratamente, para este problema uma resposta uniforme, uma vez que, tudo dependerá das circunstâncias em concreto de cada situação, dado, serem os deveres acessórios suscetíveis de diversas e distintas concretizações, nomeadamente de deveres acessórios da prestação principal (com um *ratio* puramente dirigido a auxiliar a realização do interesse contratual do dever de prestar), ou então, de deveres dirigidos apenas aos interesses colaterais ou circundantes ao fim positivo do contrato⁵⁸⁵.

Neste sentido, António Menezes Cordeiro opta por distinguir respetivamente entre círculo interno e externo⁵⁸⁶, correspondendo os deveres do círculo interno àqueles que prosseguem um interesse conexo com a prestação contratual principal, assumindo uma

⁵⁸³ Cfr. Carlos Alberto da Mota Pinto, *Cessão da Posição contratual*, Almedina, Coimbra, 1982, pp. 335 ss., em especial pp. 339, 342 e 346 a 349.

⁵⁸⁴ Encontrámos na jurisprudência portuguesa decisões onde é expressamente assinalado que a opção entre a responsabilidade obrigacional ou aquiliana varia de caso para caso conforme as circunstâncias concretas. V., por exemplo, o Ac. do STJ, de 07/12/2010, processo n.º 984/07.8TVLSB.P1.S1, relator Silva Salazar, disponível em www.dgsi.pt. No qual, numa situação em que um estabelecimento de ensino descuro os deveres de vigilância dos seus alunos, durante a prática de praxes académicas das quais resultou na morte de uma aluna, o STJ decidiu que *“face à ligação existente entre a realização da prestação principal devida pela ré e a necessidade de esta garantir, nas suas instalações, a segurança dos seus estudantes a fim de realizar aquela prestação, pois no caso contrário difícil se tornaria aos estudantes a frequência das aulas que a ré tinha de lhes facultar, considera-se que do contrato celebrado resultava uma especial obrigação da ré para com a contraparte respetiva de garantir, nas suas instalações, tal segurança, pelo que a violação do dever de a garantir, que a autora lhe imputa, tem de ser encarada à luz das normas relativas à responsabilidade contratual; ao contrário do que sucederia se o lesado por força da inobservância de regras de segurança fosse um terceiro, caso em que apenas poderia haver responsabilidade aquiliana”*.

⁵⁸⁵ Cfr., sobre as características distintivas dos deveres que devem ser respeitados na relação contratual, para além dos deveres de prestação principais ou secundários, Carlos Alberto da Mota Pinto, *idem*, pp. 337-338.

⁵⁸⁶ V. por exemplo, António Menezes Cordeiro, *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexos de causalidade*, ob. cit., pp. 19 e 21.

função auxiliar do cumprimento positivo do fim contratado⁵⁸⁷. A identificação do tipo de dever acessório em juízo depende, assim, das características do caso em concreto, sobretudo se o bem jurídico objeto da tutela desse dever corresponde ao interesse positivo do contrato, ou se apenas se visa proteger ou acautelar interesses colaterais à relação contratual subjacente.

Quanto ao caso do dever de informação, se seguirmos o entendimento anteriormente enunciado da especial relação de confiança entre as partes, assumida por força das circunstâncias da relação bancária, marcada pela debilidade informativa e cognitiva do cliente/consumidor face a quem opera ativamente no mercado. Concluiremos que, o não cumprimento ou cumprimento defeituoso da prestação da informação corresponderá ao chamado círculo interno, pois o seu fundamento, como elemento essencial à formação ou execução do contrato, visa *acautelar e substancializar a prestação*⁵⁸⁸.

Quer isto dizer, como já referido, que os deveres de informação conexos às relações jurídico-financeiras, mesmo quando não sejam uma decorrência direta da autonomia privada e sejam impostos com recurso aos termos de previsões legais, não deixam de estarem intrinsecamente ligados a uma qualquer assunção contratual. Dada, a informação não deixar de ter um *ratio* contratual, ao ser a obrigação de a prestar uma resultante de um negócio, do qual entre o conteúdo das suas prestações principais, secundárias ou acessórias também se configura o dever de obtenção e comunicação de informações, por uma parte a outra, de acordo com o estipulado no n.º 2 do art. 485.º do CC.

Com a ressalva destes deveres de informação não serem dependentes do n.º 1 do art. 485.º, pois, como já enunciado, estes deveres derivam da lei e da boa-fé⁵⁸⁹ e trata-se de deveres acessórios e não de meros deveres de tráfego⁵⁹⁰. Desde logo, de acordo com todo o

⁵⁸⁷ Cfr., no mesmo sentido, Manuel A. Carneiro da Frada, Teoria da confiança e responsabilidade civil, ob. cit., p. 447; Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde, Natureza e regime jurídico dos deveres acessórios de conduta, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 513-518.

⁵⁸⁸ António Menezes Cordeiro, *idem*, p. 22.

⁵⁸⁹ Nomeadamente do n.º 1 do art. 227.º e do n.º 2 do art. 762.º do CC, consoante o momento da contratação, se durante a formação do contrato ou no momento da sua execução.

⁵⁹⁰ Referir-mo-nos aos deveres acessórios, também denominados de deveres de proteção, por Stoll, ou deveres laterais, por Esser, derivados do princípio da boa-fé objetiva, com o fim de garantir o cumprimento da prestação contratual com um resultado plenamente satisfatório ao credor e sem a ocorrência de prejuízos para qualquer uma das partes. Cfr., sobre a noção de deveres acessórios, António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito civil, vol. VI, ob. cit., pp. 764 ss.; Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, Direito das obrigações, ob. cit., p. 124; Pedro Romano Martinez, Cumprimento defeituoso, em especial, na compra e venda e na empreitada, ob. cit., pp. 252 ss.; Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde, Natureza e regime jurídico dos deveres acessórios de conduta, ob. cit., pp. 509-514; Miguel Brito Bastos, Deveres acessórios de informação – em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador, ob. cit., p. 182;

referido quadro da tutela de confiança no seio de uma relação obrigacional, os deveres de informação que, neste contexto subjagam a atuação das instituições financeiras, não correspondem à mera concretização de *deveres genéricos de prevenção do perigo de violação de direitos alheios*⁵⁹¹. Uma vez que, ao contrário dos deveres de tráfego, a sua violação não permite basear a responsabilidade em culpa efectiva e não meramente presumida (n.º 1 do art. 487.º do CC), pois não se trata da mera violação de deveres genéricos ou de obrigações de prestações comportamentais exigíveis por força do especial perigo da relação causal (não preenchendo o n.º 1 do art. 483.º do CC)⁵⁹².

Na medida que, os deveres de informação como acessórios ao cumprimento do vínculo obrigacional não se reduzem a meros deveres de segurança ou cuidado no tráfego jurídico⁵⁹³, por força da circunstância de com a obrigação de informar não se visar a apenas a tutela preventiva de danos, através da adoção das medidas necessárias à prevenção de danos, por quem que controla uma fonte de perigo – como o previsto nos arts. 492.º e 493.º do CC⁵⁹⁴. Pois, os deveres de informação ao se fundarem na relação contratual, mas ao derivarem da lei e da boa fé, tem uma esfera mais ampla que o mero fim indemnizatório dos deveres de tráfego.

⁵⁹¹ Isto, é de deveres gerais de conduta, cujo seu cumprimento é adstrito a qualquer agente que no âmbito de uma atuação jurídica se encontra vinculado ao acatamento de deveres delituais (v. art. 488.º do CC). Em especial, como escreveu Antunes Varela (in RLJ - Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 114.º, pp. 77-79), quando este agente se assume como “*criador ou o mantenedor da situação especial de perigo e tem o dever jurídico de o remover, sob pena de responder pelos danos provenientes da omissão (é o caso do atropelante que não conduz ao hospital o atropelado, vindo este a sofrer novo e mortal atropelamento, do proprietário que descarta o dever de conservação das pranchas de madeira utilizadas na ponte da sua quinta ou do empreiteiro que abra um buraco na via pública)*”. Cfr., ainda sobre o conceito de deveres de tráfego, Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde, Responsabilidade civil por violação de deveres no tráfego, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 16-59, 260-277 e 1144-1145; Jorge Ferreira Sinde Monteiro, Responsabilidade por Conselhos Recomendações e Informações, ob. cit., pp. 307 e ss.;

⁵⁹² V., por exemplo para o caso de violação de deveres de tráfego, o Ac. do STJ, de 11/07/2013, processo n.º 95/08.9TBAMM.P1.S1, relator Alvez Velho, ou, o Ac. do STJ, de 26/11/2016, processo n.º 820/07.5TBMCN.P1.S1, relator Fonseca Ramos, ambos disponíveis em www.dgsi.pt.

⁵⁹³ Isto, porque o cerne dos deveres no tráfego reside conceito de *cuidado*, ou seja, correspondem a um mero padrão de conduta, de o dever de agir com cuidado, que deve ser acolhido consoante o caso em concreto. Nas palavras de Rui Ataíde (in Responsabilidade civil por violação de deveres no tráfego, ob. cit., p. 46), é o cuidado “*o atributo comportamental exigido a todos quantos participam no trato social que, por sua vez, se concretiza em deveres de conduta ativa ou omissiva – ditos deveres no tráfego – destinados a prevenir, conduzir ou remover perigos que se podem concretizar em eventos lesivos. Trata-se de uma orientação plena de conteúdo axiológico e que se afigura dogmaticamente produtiva, ao desvendar a essência da ação humana como relatio, pelo que o desvalor de cuidado, enquanto não evitação, possível, de resultados proibidos, representa, justamente, a negação dessa abertura relacional que constitui a matriz da vida comunitária.*”

⁵⁹⁴ Basta recordar os supramencionados fundamentos associados aos deveres de informação e a essencialidade e natureza de tais deveres, que não se reconduzem à mera necessidade de conservação ou proteção dos contraentes e do seu património dos riscos de danos concomitantes. Supra pontos 1.1., 1.2. e 1.4. do capítulo II.

Assim, sendo, estes deveres assumem uma verdadeira pretensão de cumprimento, uma vez que, como deveres acessórios visam não só a proteção dos interesses circundantes ou colaterais ao dever de prestar principal (como a integridade patrimonial, pessoal e moral das partes), mas o efetivo reforço e materialização desse dever⁵⁹⁵. Como supra referido a ideia é que quem se vincule ao cumprimento de determinada obrigação não fica adstrito ao simples cumprimento formal do conteúdo da obrigação principal⁵⁹⁶, mas deve simultaneamente procurar que a execução seja feita de modo a salvaguardar a utilidade e satisfação do dever de prestar conforme as expectativas manifestadas no momento da contratação pelo credor⁵⁹⁷.

Porém, voltando à matéria da violação de deveres de informação na relação bancária, tratando-se de um dever advindo ou imposto pela concretização do conceito geral da boa fé (pelo n.º 1 do art. 227.º ou n.º 2 do art. 762.º do CC), sob o jeito de deveres acessórios, devem as partes trocar todas as informações consideradas relevantes e necessárias para prevenir eventuais danos ou prejuízos patrimoniais ou de outra índole, de modo a se permitir a efetiva materialização das negociações fundadas na confiança entre as partes e garantir que o interesse em jogo é salvaguardado ou prosseguido a partir da constituição dessas determinadas obrigações de comunicação, informação ou esclarecimento.

Desta forma, a responsabilidade civil não será, assim, aquiliana, pois os deveres de informação violados, mesmo sendo pré-contratuais, não são desligados de vínculos obrigacionais específicos⁵⁹⁸. É a responsabilidade obrigacional, aplicando-se as regras

⁵⁹⁵ Referir-mo-nos aos supramencionados deveres acessórios no âmbito do círculo interno da relação contratual, como foi traçado, entre outros por, António Menezes Cordeiro.

⁵⁹⁶ O obrigado encontra-se vinculado quer a atuações negativas quer a vinculações positivas do contrato. Cfr. António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito civil IX*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 221-222 e 406-410.

⁵⁹⁷ Como já anteriormente enunciado, no supra ponto 1.4 do capítulo III, os deveres acessórios são em regra reconduzidos à classificação tripartida preconizada por Menezes Cordeiro, entre os deveres de informação, segurança e lealdade. No objeto do presente estudo salientamos a relevância dos deveres de informação, assente na necessidade de troca de informações consideradas essenciais para que a vontade real das partes corresponda à efetiva realidade existente e, que durante as diferentes vicissitudes da situação em concreto, a informação sobre estas permita enfrentar as possíveis alterações das circunstâncias e atender à conduta e interesses das partes. Cfr., para um desenvolvimento ou concretização desses deveres, António Menezes Cordeiro, *Da Boa fé no Direito Civil*, ob. cit., pp. 604 ss.; *Tratado (...)*, vol. VI, ob. cit., pp. 498 ss.; *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade*, ob. cit., pp. 22-24;

⁵⁹⁸ Cfr., a posição divergente de Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde, em *Natureza e regime jurídico dos deveres acessórios de conduta*, ob. cit., pp. 530-533. Porém, o autor faz uma abordagem em especial sobre os deveres acessórios respeitante, na distinção de Menezes Cordeiro, ao círculo externo do vínculo obrigacional. Desta forma, a crítica não recai em absoluto na responsabilidade obrigacional pela violação dos deveres de informação como aqui por nos descrito.

estipuladas nos arts. 798.º e ss. do CC e, ainda, as regras gerais da obrigação de indemnizar dos arts. 562.º e ss. também do CC⁵⁹⁹.

Posto isto, remetemos a responsabilização do inadimplemento em causa para os termos gerais do Direito civil, implicando, assim, a aplicação dos pressupostos gerais da responsabilidade civil, neste caso subjetiva. São eles a ocorrência de facto ilícito, culpa, dano e nexo de causalidade entre o ilícito e o dano. Começando pelo ilícito, ele corresponde à não prestação de informação ou a prestação não conforme com o escopo de deveres legais enunciados no supra ponto 3. do capítulo II, ou seja, haverá um ilícito sempre que ocorra a violação dos deveres de informação definidos e impostos legalmente aplicáveis à relação contratual.

Este facto ilícito poderá tanto ser por ação ou omissão, à partida em caso de violação de deveres de informação o mais comum será a omissão da prestação de informação, mas também há violação deste dever quando a informação mesmo prestada é disponibilizada ao cliente num modo que não permite satisfazer os interesses deste e, ainda, nas referidas hipóteses de uso de informação falsa ou enganosa (o chamado cumprimento defeituoso). Sendo que, o responsabilizado só se liberta de tais encargos se provar que, afinal, prestou a informação ou se beneficiou de alguma causa de justificação ou de escusa⁶⁰⁰.

Pois, quanto ao nível da culpa, que implica que a enunciada violação de deveres de informação seja cometida sob uma forma dolosa ou negligente, como foi referido não é necessário ao lesado provar a mesma, pois tal só é próprio da responsabilidade civil aquiliana, de acordo com o artigo 487º, 1ª parte, do CC. Estando em causa uma situação de responsabilidade obrigacional, aplica-se contra o banco a presunção de culpa disposta no n.º 1 do art. 799.º do CC – caso seja uma obrigação pré-contratual será se a situação o justificar por analogia das situações de violação culposa de uma obrigação contratual.

Sobre o nível do dano a indemnizar importa distinguir se o dever foi violado já na vigência de um contrato ou no âmbito de uma mera relação pré-contratual (negocial). Uma vez que, há uma divisão doutrinária, entre quem defende que do art. 227.º do CC não resulta qualquer restrição às regras gerais da responsabilidade civil, sendo indemnizáveis todos os danos provocados pelo facto ilícito, incluindo os danos correspondentes ao interesse

⁵⁹⁹ Cfr. António Carvalho Martins, Responsabilidade Pré-Contratual, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 138.

⁶⁰⁰ Cfr. António Menezes Cordeiro, Direito Bancário, ob. cit., p. 439.

contratual positivo e negativo⁶⁰¹. E quem defenda que apenas deve ser indemnizável o chamado dano da confiança, isto é o interesse contratual negativo, pois dado não se tratar do incumprimento de uma relação verdadeiramente contratual, mas pré-contratual, a indemnização só deve corresponder à *diferença entre a situação patrimonial que existiria se o contrato, válido ou inválido, não tivesse sido celebrado ou se as negociações não tivessem ocorrido*⁶⁰², salvo se a conduta do banco lesar também o dever de conclusão do próprio negócio, aí já há lugar a indemnização do chamado dano de cumprimento (interesse contratual positivo)⁶⁰³.

Já em relação ao nexa causal somos confrontados com uma outra problemática, mesmo partindo do pressuposto que a falta de informação terá sempre uma assunção obrigacional, fruto da existência de uma situação subjetiva de confiança⁶⁰⁴. Na medida que, a disponibilização ou divulgação de informações como um dever advindo ou imposto pela concretização do conceito geral da boa fé, assume invariavelmente a forma de deveres acessórios, no sentido de complementares ao cumprimento das obrigações principais ou secundárias do objeto contratual.

Salvo, se o dever de informação corresponder às efetivas prestações do contrato celebrado entre as partes. Não sendo o dever de informar o conteúdo do dever principal, quando o banco não disponibiliza a devida informação, está a violar deveres acessórios, cujas suas consequências ao nível da responsabilidade civil obrigacional apresentam elementos distintos do (simples) não cumprimento do vínculo obrigacional principal.

Isto, porque, em caso de incumprimento da prestação principal, cabe ao devedor provar que não atuou culposamente, por força da presunção de culpa que também abrange a própria casualidade entre o facto ilícito e o dano provocado. Uma vez que nesta

⁶⁰¹ Cfr. António Menezes Cordeiro, *Boa Fé*, ob. cit., pp. 584 e ss. e *Tratado (...)*, vol. IX, ob. cit., p. 407; Ana Prata, *Notas sobre Responsabilidade Pré-Contratual*, in *Separata da Revista da Banca*, (n.º 16 e 17), Lisboa, 1991, pp. 108 e ss.;

⁶⁰² Cfr., neste sentido, Vaz Serra, *Culpa do devedor ou do agente*, artigo 10º, n.º1 do anteprojecto; Carlos Mota Pinto, *A Responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos*, in *BFDUC*, Supl. XIV, 1966, pp. 216 e 244; Fernando Pessoa Jorge, *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*, Almedina, Coimbra, 1999, p. 380; Inocêncio Galvão Telles, *Direito das Obrigações*, ob. cit., pp. 77 e ss., e *Culpa na formação do contrato*, in *O Direito*, ano 125º (1993), III-IV (julho-dezembro), p. 346; João de Matos Antunes Varela, *Das obrigações em geral*, vol. I, ob. cit., pp. 278 e ss.; Mário Júlio de Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, 8ª Ed., Coimbra, 2000; António Carvalho Martins, *Responsabilidade Pré-Contratual*, ob. cit., pp. 95 e ss.;

⁶⁰³ Cfr. António Pires de Lima / João de Matos Antunes Varela, *Código civil anotado*, I, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra 1987; João Baptista Machado, *Tutela da confiança (...)*, ob. cit., pp. 368 e 409; António Carvalho Martins, *idem, ibidem*;

⁶⁰⁴ Voltaremos de novo a referirmos este assunto, cfr. *Infra* ponto 3.2. do capítulo IV.

circunstância o bem jurídico violado pelo não cumprimento (o valor da prestação principal devida) corresponde precisamente ao bem jurídico que se quer proteger. E, desta forma, já se encontra preenchido o nexo causal, pois o evento lesivo é a causa suficiente dos danos sofridos pelo lesado e, consequentemente os danos a imputar são o exato valor correspondente à prestação principal devida⁶⁰⁵. Assim, sendo, seguimos o entendimento de Menezes Cordeiro, segundo o qual, em caso de o banco não cumprir a prestação principal contratada é possível, sem necessidade de um maior aprofundamento do quadro causal, presumir não só a ilicitude e a culpa, como também a própria causalidade e valor do dano a indemnizar, cabendo ao banco (devedor) provar o seu contrário⁶⁰⁶.

Enquanto, se forem desrespeitados deveres acessórios, como o dever de informar, a presunção de culpa não se estende automaticamente para o nexo causal, devendo a causalidade ser provada pelo lesado. Pois, aqui já não é possível apenas com a constatação do facto ilícito dar como certa a imputação de danos decorrentes desse facto. Isto porque, não há aqui a tal correspondência direta entre o bem jurídico protegido e bem jurídico violado pelo inadimplemento das informações devidas, não correspondendo diretamente o dano à inexecução da prestação principal⁶⁰⁷.

Quer isto dizer que, não sendo possível presumir a imputação dos danos por mera violação do dever de informar, o lesado (cliente/consumidor bancário) tem de apresentar em juízo

⁶⁰⁵ Importa atender que na determinação de qual é o nexo causal juridicamente relevante para a realização dos fins específicos do Direito seguimos os ensinamentos da generalidade da doutrina. Ou seja, a causalidade deverá em primeiro lugar corresponder ao traçado na teoria da causalidade adequada, como consagrada no art. 563.º do CC, segundo a qual é necessário que o facto se revele, em abstracto, de acordo com uma probabilidade objectiva (com base nas regras comuns da vida e no curso ordinário dos factos) adequado à produção do resultado (idóneo a causar o dano sofrido pelo lesado). Ou então, segundo uma formulação negativa, se a causa em hipótese não é considerada em abstracto, uma condição indiferente para o resultado, não se tornando, apenas, em concreto, uma mera condição causal devido a circunstâncias extraordinárias. Posteriormente, a jurisprudência por influência da doutrina passou a utilizar a teoria do escopo da norma como forma de acautelar ou corrigir eventuais deturpações da causalidade adequada, devendo o nexo causal não se reduzir apenas a um juízo probabilístico, mas também recair numa dualidade normativa. Passando a ser a causalidade uma questão de Direito, sendo necessário averiguar se os danos correspondem de facto aos fins que a norma visa tutelar, ou seja, deve ser feita uma interpretação do conteúdo e do fim específico da norma que serviu de base à imputação dos danos. Cfr., entre outros, António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito civil*, vol. VIII, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 538 ss.; Fernando Pessoa Jorge, *Ensaio sobre os pressupostos da Responsabilidade Civil*, ob. cit., pp. 413 ss.; Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Direito das obrigações*, vol. I, ob. cit., pp. 362 ss.; Mário Júlio de Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, 12.ª ed., Almedina, Coimbra, 2018, pp. 760 ss.; Rui Soares Pereira, *O nexo de causalidade na responsabilidade delitual*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 261 ss. e 1255 ss.;

⁶⁰⁶ António Menezes Cordeiro, *Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade*, ob. cit., pp. 38-46.

⁶⁰⁷ António Menezes Cordeiro, *idem, ibidem*.

os elementos e factos que permitam comprovar ou justificar tal causalidade ⁶⁰⁸. Nomeadamente se a não prestação de informação ou divulgação de informação falsa ou enganosa é a justa causa justificativa dos danos e, se normativamente a violações de tais deveres afetou precisamente os bens jurídicos tutelados nesses deveres.

No caso do dever de informação, conforme supra-referido, os bens jurídicos por ele protegidos no âmbito da relação contratual prendem-se com os objetivos que o fundamentam, de se pretender munir os contratos de mecanismos de informação capazes de permitir vencer a assimetria (carência) informativa e reequilibrar as posições das partes contratuais⁶⁰⁹. Em face disto, os bens jurídicos tutelados são, entre outros, a segurança e a confiança das partes no momento da contratação, como por exemplo, garantindo com o cumprimento dos deveres de informação a possibilidade de aproveitamento do contrato, algo que o cliente pode perder caso não lhe seja prestada a informação e explicações devidas.

Mas tudo dependerá do demonstrado na situação em concreto, podendo existir situações de efetivo ou potencial inadimplemento dos deveres acessórios de informação, aos quais não se dá como justificado um juízo de causalidade. Havendo falta de informação por parte do banco, sem que isso seja causa bastante e adequada, à luz da matéria de facto, para concluir que se tais deveres de informação tivessem sido cumpridos, o cliente/consumidor teria alterado a sua decisão de investir, seja da não contratação, da contratação de outro produto ou serviço financeiro alternativo mais vantajoso ou da decisão de não manutenção do investimento em curso⁶¹⁰.

Por fim, ainda sobre esta temática e em nome da tutela do consumidor de serviços financeiros, convém salientar que caso não sejam violados deveres acessórios de conduta, mas de deveres do tráfego jurídico, há quem defenda uma solução híbrida ou intermédia de responsabilização, mais vantajosa para o lesado como alternativa à responsabilidade

⁶⁰⁸ Como dispõe o art. 563.º do CC, a obrigação de indemnização só existe em relação aos danos que o lesado provavelmente não teria sofrido se não fosse a lesão.

⁶⁰⁹ Por isto se justifica a essencialidade atribuída aos deveres de informação na formação e execução do contrato. V. Supra ponto 1.2. do capítulo III.

⁶¹⁰ V., neste sentido a título exemplificativo de jurisprudência sobre o tema da responsabilidade bancária em hipótese de violação de dever acessório de informar, o Ac. do STJ, de 17/03/2016, processo n.º 70/13.1TBSEL.C1.S1, relator Maria Clara Sottomayor; e o Ac. do TRP, de 07/01/2016, processo n.º 665/12.0TVPRT.P1, relator Fernando Baptista, ambos disponíveis em www.dgsi.pt. No ac. do STJ deu-se como demonstrada a causalidade entre a violação dos deveres de informação e o dano do lesado, já o mesmo não se verificou no ac. do TRP, no qual a falta de informação era irrelevante, pois o dano causado inseria-se, ainda, na esfera de auto-conhecimento e auto-responsabilização do cliente bancário.

aquiliana⁶¹¹. Esta chamada terceira via da responsabilidade civil justifica-se, no âmbito de uma relação jurídica marcada pela grande complexidade e interdependência entre as partes contratuais, como a solução que melhor se deslumbra de proteção da parte dita mais fraca, que muitas vezes fica ‘aprisionada’ numa esfera de prova diabólica. Pretende-se, então, aproximar os casos que recaiam na sistematização da responsabilidade civil extracontratual das condições da responsabilidade obrigacional, sobretudo ao nível da inversão do ónus de prova, a recair sobre os elos mais fortes da relação contratual⁶¹².

Pode, por isso, nas relações entre o banco e o cliente, onde existindo um dever de proteção ou de cuidado associado ao normal tráfego jurídico, caso haja a sua violação está sujeito, em primeiro lugar, ao tratamento como uma situação de responsabilidade aquiliana, mas tendo em conta a natureza das circunstâncias da relação em concreto, deverá ser enquadrada nas situações relativas à terceira via da responsabilidade civil.

Assim, essa responsabilidade deverá determinar-se a partir de uma aplicação analógica das normas da responsabilidade obrigacional e aquiliana, apenas quando a seu *ratio* justifique uma extensão às situações de desrespeito de deveres que visam somente a tutela de bens e interesses pessoais e patrimoniais numa certa relação, mas cuja sua imposição não é uma consequência direta da esfera contratual subjacente.

Deste modo, se deve identificar aquilo que quer no quadro extracontratual e contratual melhor se adapta ao caso em concreto, daí que na disciplina da responsabilidade aquiliana se deve analisar quais. são as disposições que se abstraem da ideia de tutela da integridade no plano de relações sociais indiscriminadas e, portanto, com aplicabilidade generalizada a todo o tipo de casos de violação de direitos absolutos. E no âmbito da responsabilidade obrigacional, se deve identificar as disposições que tutelem, de forma mais eficaz, a

⁶¹¹ Partilhamos da opinião de Menezes Cordeiro, para quem as defendidas teorias de uma terceira via da responsabilidade civil, apenas podem ter uma aplicação no nosso Direito no quadro dos deveres do tráfego e não no dos deveres acessórios. Cfr. António Menezes Cordeiro, Tratado (...), vol. VIII, ob. cit., p. 400.

⁶¹² Cfr., sobre a defesa da existência de uma terceira via (*dritte spur*) da responsabilidade civil, C. W. Canaris, Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione, in Rivista Critica del Diritto Privato, n.º 4, 1983, pp. 881 ss.; Luís Menezes Leitão, Direito das obrigações, vol. I, ob. cit., pp. 294 ss. e 367 ss.; Jorge Sinde Monteiro, Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações, ob. cit., pp. 508 ss.; Manuel Carneiro da Frada, Uma «Terceira Via» no Direito da Responsabilidade Civil? O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores de sociedades, Almedina, Coimbra, 1997, pp. 85 ss.; João Baptista Machado, A cláusula do razoável, em Obra dispersa, vol. I, Scientia Iuridica, Braga, 1991, pp. 579 ss.;

posição da parte perante a possibilidade de lesão dos seus direitos e interesses da contraparte⁶¹³.

Todavia, não pretendemos aprofundar a disciplina da terceira via da responsabilidade civil, a qual remetemos para o estudo da generalidade da doutrina, mas pretendemos sim a destacar como um meio ou modo de melhor tutelar a posição do cliente/consumidor de serviços financeiros. Como uma possibilidade de responsabilização das situações excluídas do quadro da responsabilidade obrigacional, por não se dar a violação de uma verdadeira obrigação em sentido técnico, pré-existente entre o lesante e o lesado, seja qual for a sua fonte (contrato, negócio jurídico unilateral ou lei).

De qualquer forma, o importante é reter a ideia que, a hipótese de cumprimento defeituoso por violação de deveres de prestar ou de deveres laterais acessórios a uma relação obrigacional (como o dever de informar) desencadeia a responsabilidade obrigacional. Enquanto, a dita responsabilidade híbrida ou intermédia só pode ser equacionada para os casos de mero desrespeito de deveres genéricos de diligência, das determinações ou recomendações concretas do BdP e do dever geral de respeito, relativo a bens protegidos, assim, como dos deveres de tráfego, derivados desse mesmo dever.

1.3. Responsabilidade dos intermediários financeiros

Após a breve análise da responsabilidade dita bancária, importa agora passar para análise da responsabilidade do intermediário financeiro, uma vez que, como já anteriormente tivemos oportunidade de mencionar as instituições bancárias, nomeadamente no âmbito da chamada banca de investimento, assumem invariavelmente a função de intermediários financeiros no exercício da sua atividade comercial/profissional para com os seus clientes⁶¹⁴.

Ou seja, de negócios jurídicos, onde o banco, perante o cliente (potencial investidor), presta atividades de intermediação financeira, direcionadas à captação de investimento, seja através do serviço de investimento em instrumentos financeiros ou do serviço de auxílio de investimento⁶¹⁵.

⁶¹³ Luís Menezes Leitão, *idem, ibidem*.

⁶¹⁴ Cfr., sobre a categorização de diferentes entidades como intermediários financeiros, n.º 1 e 2 do art. 293.º do CVM, em especial a al. a) relativamente às entidades bancárias.

⁶¹⁵ Cfr., sobre as diferentes atividades e formas de intermediação financeira, n.º 1 do art. 289.º, n.º 1 do art. 290.º e art. 291.º do CVM.

É o exemplo das supramencionadas situações dos ditos lesados do BES e BANIF, onde ocorreu a realização de operações bancárias, tendo em vista a aquisição de ações ou outros instrumentos financeiros⁶¹⁶, designadamente de nos termos da al. a) e b) do n.º 1 do art. 290.º do CVM da receção e da transmissão (ou mesmo execução) de ordens por conta de outrem. Tendo, para esse efeito sido celebrado um contrato entre um intermediário financeiro (o banco) e o cliente (investidor) destinado à prestação de atividades de intermediação financeira, com o fim máximo de se contratar determinados produtos ou serviços na área do investimento em instrumentos financeiros.

Nesses contratos de intermediação financeira, o banco, enquanto intermediário financeiro, encontra-se adstrito a um conjunto de obrigações de conduta com uma intensidade diferente e mais ampla face à mera relação jurídica de confiança atribuída na responsabilidade bancária em geral. Dado que, no quadro de intermediação financeira vigora uma relação fiduciária⁶¹⁷, da qual resultam verdadeiras obrigações de assistência e adequação da ação do intermediário perante os interesses do seu cliente⁶¹⁸.

E, de facto, na intermediação financeira, na fase pré-contratual, há a imposição sobre as instituições de crédito/intermediários financeiros de deveres específicos de informação em relação aos investidores não qualificados, a quem a lei como supramencionado concede uma maior protecção, dada a sua menor experiência e conhecimentos ao actuarem fora da sua área profissional. Devendo, como referido anteriormente no ponto 3.4.2. do capítulo II, os intermediários financeiros disponibilizar aos investidores não qualificados todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada, nomeadamente as respeitantes à natureza e riscos dos instrumentos financeiros⁶¹⁹.

Na situação de ocorrer a violação de um desses deveres de conduta que o intermediário se encontra adstrito e fruste a confiança que tinha sido legitimamente criada pelo investidor (e desse facto resultarem danos), haverá lugar à responsabilização civil do

⁶¹⁶ Estes contratos não têm por objeto apenas os típicos valores mobiliários (como as ações, obrigações, unidades de participação ou direitos destacados), mas de qualquer tipo de instrumentos financeiros, desde instrumentos monetários (como participações do tesouro ou papel comercial) a instrumentos derivados (como o exemplo dos swaps). Cfr., sobre cada um destes conceitos e respectivas categorias, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 24 ss.

⁶¹⁷ Cfr. A. Barreto Menezes Cordeiro, *idem*, pp 261 ss.

⁶¹⁸ V., por exemplo os arts. 309.º ou 314.º do CVM sobre, respectivamente, o princípio da prevalência dos interesses dos investidores sobre os interesses do intermediário financeiro e a obrigação de adequação do investimento ao perfil do cliente.

⁶¹⁹ Cfr., especialmente, als. d) e e) do art. 312.º e subsequentemente os termos e procedimentos dos arts. 312.º-A a 312.º-G.

intermediário para efeitos de ressarcimento do investidor pelas perdas patrimoniais sofridas⁶²⁰. Mais uma vez, como quando analisámos a responsabilidade bancária em geral, a grande questão reside em saber se a responsabilidade civil neste caso se insere no campo da responsabilidade aquiliana ou delitual, ou, se se fixa nos termos da responsabilidade obrigacional.

Para o caso da responsabilidade do intermediário financeiro há a consagração em lei especial do regime jurídico aplicável, nos termos do n.º 1 e 2 do art. 304.º-A do CVM, sem que tal invalide a necessária articulação ou completude com os ditames gerais da responsabilidade civil presente no CC⁶²¹. Perante esse regime disposto no CVM, a generalidade da doutrina considera de acordo com o n.º 1 do art. 304.º-A ter sido consagrada em termos gerais a responsabilidade civil aquiliana, apenas se prevendo para as situações de violação de deveres de informação a responsabilidade civil obrigacional, na 1ª parte do n.º 2 do art. 304.º-A para as situações obrigacionais, e/ou um regime híbrido ou misto de presunção de culpa, na 2ª parte do n.º 2 do art. 304.º-A para as situações aquilianas⁶²².

Isto, porque é entendido que a responsabilidade do intermediário financeiro não deriva do incumprimento de obrigações contratuais ou legais específicas, somente de deveres genéricos de respeito ou proteção, por isso correspondendo ao escopo do n.º 1 do art. 483.º do CC⁶²³. Uma vez que, no texto do n.º 1 do art. 304.º-A do CVM é expressamente assinalado que a responsabilidade aqui advém da violação de deveres relacionados com

⁶²⁰ De acordo, com o n.º 1 do art. 304.º-A do CVM, o intermediário financeiro é responsável civilmente quando viole os deveres impostos por lei ou regulamento, no exercício da sua actividade ou na sua organização.

⁶²¹ Nádía Reis, Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?, in RDS, Ano IX, n.º 4, Almedina, Coimbra, 2017, p. 789 (781-799); Gonçalo André Castilho dos Santos, A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente, ob. cit., p. 189;

⁶²² Cfr., ainda que com algumas formulações diferentes entre si, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros, ob. cit., pp. 129-156; Carlos Ferreira de Almeida, Relação de clientela na intermediação de valores mobiliários, ob. cit., p. 128; Jorge Ferreira Sinde Monteiro, Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações, ob. cit., pp. 237 ss.; Paulo Câmara, Manual do Direito dos valores mobiliários, ob. cit., p. 335; Manuel Carneiro da Frada, A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 401-409; E, ainda, embora admitindo a possibilidade de uma dupla natureza, Nádía Reis, Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?, ob. cit., pp. 781-799; Gonçalo André Castilho dos Santos, A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente, ob. cit., pp. 189 ss.;

⁶²³ Carlos Ferreira de Almeida, Normas de imputação e normas de proteção no regime da responsabilidade civil extracontratual pela informação nos mercados de valores mobiliários, in Direito das sociedades em revista, A. 8, vol. 16 (outubro 2016), Almedina, Coimbra, 2016, pp. 15-31.

o exercício da sua actividade ou na sua organização interna Tratando-se de deveres que apenas materializam meras normas de proteção dos intervenientes no mercado e do próprio funcionamento do mercado⁶²⁴. Logo, a violação de tais normas não consubstancia o incumprimento de obrigações no quadro de uma relação contratual, mas apenas poderá resultar na *lesão de interesses reflexamente protegidos pelas normas que os impõem*⁶²⁵.

Contudo, por força do n.º 2 do art. 304.º-A e da introdução de uma presunção de culpa para o caso específico da violação de deveres de informação, pelo facto destes deveres não poderem ser simplesmente reconduzidos a meros deveres de genéricos de proteção. Algo, que se explica pela supramencionada relevância que a informação assume em especial na formação da vontade contratual, nomeadamente no quadro da função direta no relacionamento entre as partes e por lhe estar implicitamente subjacente uma natureza e objeto obrigacional.

Daí que, se pense ter o legislador, inspirando-se no regime da responsabilidade civil obrigacional, optado por introduzir um regime especial de responsabilidade assente na presunção de culpa do intermediário financeiro para o caso de desrespeito pelos deveres de informação, independentemente de o dano ser causado no âmbito de relações contratuais, pré-contratuais ou em qualquer outro caso. Justificando-se a introdução dessa presunção de culpa pelas mesmas razões retratadas no ponto anterior, quando levantámos a hipótese híbrida da chamada terceira via de responsabilidade civil na esfera da responsabilidade bancária por violação de deveres de tráfego. Segundo a lógica de atendendo ao desequilíbrio entre as posições das partes na relação, da inversão do ónus

⁶²⁴ Gonçalo André Castilho dos Santos (em A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro Perante o Cliente, ob. cit., pp. 145-151) identifica na organização da atividade dos intermediários financeiros, a consagração de deveres organizativos que devem ser reconduzidos a um “*dever genérico de observância de uma conduta diligente, já que uma parte integrante da mesma consiste precisamente na adoção de todas as medidas organizativas e administrativas que sejam necessárias para uma adequada a proteção dos investidores e eficiência dos mercados*”. Neste preciso sentido, cfr. Luís Menezes Leitão, *idem*, pp. 147-148 ou Paulo Câmara, *idem*, p. 369.

⁶²⁵ Nádia Reis, *idem*, p. 793.

da prova funcionar a favor da parte mais débil, o investidor⁶²⁶, assim, como também por razões de cariz preventivo e sancionatório⁶²⁷.

Desta feita, para efeitos de responsabilidade dos intermediários financeiros devem ser verificados todos os pressupostos gerais da responsabilidade civil, ou seja, o facto ilícito, a culpa, o dano e o nexo de causalidade entre o facto e o dano. Sendo que, apenas se o ilícito corresponder à violação de deveres de informação, a culpa deverá ser presumida, cabendo ao intermediário à prova do contrário⁶²⁸.

Tratando-se de uma exceção dentro de outras já existentes no regime geral da responsabilidade civil, como é o caso dos arts. 491.º a 493.º do CC. E, desta forma, continuando a recair todo este quadro na esfera da responsabilidade civil aquilina, a culpa e a ilicitude permanecem como pressupostos distintos e a presunção prevista, no n.º 2 do 304.º-A do CVM, apenas abrange a culpa. Devendo, então, o lesado demonstrar sempre a ilicitude da prestação ou omissão de informações e o seu nexo de causalidade, pois a presunção só funciona no âmbito da culpa, de acordo com o art. 487.º do CC⁶²⁹.

Mas, este entendimento aqui já não é unânime mesmo entre a citada doutrina que, indicámos como defensores da responsabilidade aquiliana ou delitual do regime do n.º 1 do art. 304.º-A, pois é possível identificar uma divergência no que diz respeito à amplitude sistemática da presunção de culpa, prevista no n.º 2. Nomeadamente se essa presunção não é mais que uma simples exceção, justificado por proteção de especiais interesses públicos, mas continuado a ser reconduzida ao quadro da responsabilidade aquiliana. Ou, em alternativa, se tal presunção não abre caminho para a recondução de

⁶²⁶ A ideia é sempre a de permitir a prova diabólica que, de outro modo acabaria por ter de ser apresentada pelo cliente/investidor numa ação de responsabilidade civil contra o intermediário financeiro (n.º 1 do art. 342.º do CC). Algo, que constitua um entrave por força da supramencionada assimetria informativa que obsta a que o investidor em regra seja capaz de modo total ou bastante em sustentar a prova dos factos do ilícito. Cfr. José Ferreira Gomes, Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFID II, ob. cit., p. 238 (nota 46).

⁶²⁷ Cfr., por exemplo na defesa deste entendimento, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros, ob. cit., pp. 147-148.

⁶²⁸ Neste sentido, o Ac. do TRP, de 30/05/2017, processo n.º 588/11.0TVPRT.P1, relator: Maria Cecília Agante (disponível em www.dgsi.pt), assume a seguinte posição: “*natureza extracontratual a responsabilidade do intermediário financeiro na sua estrita ligação aos deveres que lhe competem, no domínio dos seus deveres gerais de comportamento e de proteção, designadamente dos deveres de informação*”. Cfr. também a seguinte jurisprudência, citada por A. Barreto Menezes Cordeiro (em Manual de Direito dos valores mobiliários, ob. cit., p. 29 – nota 598): Ac. do TRP, de 05/03/2015, processo n.º 205/13.4TVPRT.P1, relator: Judite Pires; Ac. do TRG, de 06/11/2014, processo n.º 6001/13.1TBGRG, relator: Heitor Gonçalves; Ac. do TRP, de 21/04/2013, processo n.º 2050/11.2TBVFR.P1, relator: Leonel Serôdio;

⁶²⁹ Luís Menezes Leitão, *idem, ibidem*; Carlos Ferreira de Almeida, *idem, ibidem*;

tais situações ao quadro da responsabilidade obrigacional, sobretudo nos termos do consagrado no art. 799.º do CC.

Neste sentido, encontramos também quem admita uma dupla natureza do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM, consoante estejam em hipótese de situações de teor obrigacional ou não. Sendo, a recondução da presunção de culpa, como uma exceção no elenco de pressupostos da responsabilidade aquiliana, nos termos do art. 487.º do CC, só aplicável para as situações de violação do dever de informação fora do quadro obrigacional. Enquanto, nas situações efetivamente obrigacionais, onde se observe e comprove que o desrespeito de deveres de informação corresponde a violações de obrigações legais e/ou contratuais específicas da relação contratual, a presunção do n.º 2 do art. 304.º-A abrange quer a culpa quer a ilicitude ⁶³⁰.

De qualquer modo, embora haja algumas divergências sobre o regime disposto no n.º 2 do art. 304.º-A, é quase unânime na generalidade da doutrina que o disposto do n.º 2 do art. 304.º-A consagra a responsabilidade aquiliana em termos gerais, apenas sendo substituído tal regime no caso de exceção de violação de deveres de informação.

Porém, não é este o nosso entendimento, pois não consideramos que esta matéria se consubstancie invariavelmente nas situações sob tutela do regime da responsabilidade civil do tipo delitual, segundo os termos do n.º 1 do art. 483.º do CC. Pois, sustentamos a mesma visão defendida e fundamentada a respeito da responsabilidade bancária, segundo a qual não encontramos razões que não justifiquem a sua recondução ao regime da responsabilidade obrigacional, sempre que esteja em hipótese uma violação de deveres (sejam gerais e legais) decorrentes de contrato, neste caso de um contrato de intermediação financeira estabelecidos entre as partes em juízo ⁶³¹.

Vamos agora aproveitar este ponto para caracterizar as diferentes variações da responsabilidade do intermediário financeiro perante o investidor, mas também servirá

⁶³⁰ É esta a posição defendida por Nádia Reis, *idem*, pp. 797-798. Cfr., também o entendimento semelhante de defesa de uma dupla natureza do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM, falando mesmo de uma presunção da causalidade, Gonçalo André Castilho dos Santos, *idem*, pp. 208-216, 235-238 e 269-275.

⁶³¹ Margarida Azevedo Almeida, (em A responsabilidade civil dos intermediários financeiros por informação deficitária e faltando de adequação dos instrumentos financeiros, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 420-423) considera as obrigações de informação e adequação como obrigações contratuais de prestar e não meros deveres laterais de conduta. Cfr., neste mesmo sentido sobre a responsabilidade civil dos intermediários financeiros, A. Barreto Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 290 ss.

para arrumar as ideias que não tenham ficado devidamente esclarecidas a propósito do diferente quadro de responsabilização civil do prestador de serviços financeiros. Uma vez que, a lógica presente é sempre a mesma em ambas as situações, só varia é a intensidade devida em matéria de deveres e do seu respetivo conteúdo e extensão, conforme esteja ou não em causa a atividade de intermediação financeira. Nos termos do n.º 2 do art. 324.º do CVM é possível constatar ser requerido na responsabilidade do intermediário financeiro um elevado padrão de diligência, superior ao do critério base da responsabilidade civil, conforme o CC, do homem médio.

Consequentemente, na responsabilização dos prestadores de serviços financeiros devemos em primeiro lugar distinguir a violação dos deveres que se encontram adstritos ocorre como uma decorrência da esfera contratual, em caso afirmativo estamos no âmbito da responsabilidade obrigacional, segundo os termos previstos do art. 798.º do CC. Já se for uma violação de deveres fora do âmbito da relação contratual, a responsabilidade dos intermediários vai recair no regime da responsabilidade civil aquiliana, nomeadamente como já referido por violação de normas de proteção – 2.ª parte do n.º 1 do art. 483.º do CC.

Na circunstância de estarmos fora do âmbito obrigacional e não terem sido violados deveres contratuais ou legais específicos da relação obrigacional, para efeitos de responsabilidade aquiliana o ilícito deverá corresponder à violação de direitos subjetivos ou de interesses reflexamente protegidos por normas de proteção. Por maioria de razões a violação de deveres de conduta ou de proteção não se estendem na esfera de direitos subjetivos dos clientes, mas da violação de normas de proteção.

Deste modo, só haverá responsabilização do prestador nos termos da responsabilidade civil se os interesses lesados efetivamente correspondem ao conjunto de interesses que se visa reflexivamente proteger. Devendo o escopo da norma violada ser a proteção desses mesmos interesses lesados, caso contrário resultará na impossibilidade de imputação dos danos à norma violada, por falta de nexo de causalidade⁶³².

⁶³² Sobre esta problemática remetemos para os supracitados estudos de Adelaide Menezes Leitão, apresentados aquando da análise da temática da qualificação como normas de proteção do elenco de deveres de organização e conduta do RGICSF e do CVM, a propósito da dinâmica preventiva e sancionatória do uso de informação falsa ou enganosa. Supra ponto 4.2.2. do capítulo III.

É, assim, necessário analisar cada o escopo dos deveres violados, pois como salienta Barreto Menezes Cordeiro é importante distinguir se são um caso de dever específico da relação (os quais implicam a responsabilidade obrigacional) ou se são meros deveres genéricos, correspondendo a uma norma de proteção (para efeitos da responsabilidade aquiliana)⁶³³.

Centrado o tema na responsabilidade civil dos intermediários financeiros, ao contrário do referido pensamento generalizado da doutrina de qualificação como normas de proteção dos deveres de organização ou de exercício da atividade de intermediação, não conseguimos fazer uma conclusão em absoluto nesse sentido. Pois, como sustenta José Ferreira Gomes, mesmo que o respeito desses deveres corresponda a uma dimensão de proteção generalizada dos clientes com quem os intermediários financeiros se relacionam, não deixam de estarem dependentes dessa relação contratual ao serem concretizados no contexto dessa relação e, por isso são capazes de consubstanciar em deveres legais e regulamentares do plano contratual⁶³⁴.

E Gonçalo Castilho dos Santos, embora como referido, decida por qualificar esses deveres gerais de atuação, inerente à própria atividade de intermediação financeira, como normas de proteção. Não deixou de considerar como possível a manifestação de teor contratual de tais deveres, quando estes se assumam como meios instrumentais imprescindíveis à adequada prestação devida contratualmente, segundo ditames da diligência que se encontram adstritos os intermediários financeiros. Daí que, este autor também não tenha afastada totalmente a admissibilidade da dita dupla função do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM, defendendo que a consagração no art. 304.º-A como uma cláusula de imputação delitual, não invalida, caso a situação em concreto o fundamente, o simultâneo reconhecimento de uma imputação obrigacional para um determinado caso⁶³⁵.

Logo, esses deveres podem também assumir a forma de verdadeiros deveres legais específicos da relação contratual e a sua violação situa-se já no plano da responsabilidade civil obrigacional, presumindo-se a culpa seja por aplicação do regime geral do art. 799.º do CC ou da lei especial do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM⁶³⁶. Acaba, aliás, por ser isto o

⁶³³ A. Barreto Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 293-294.

⁶³⁴ José Ferreira Gomes, Conflito de interesses e benefícios (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFID II, *ob. cit.*, pp. 236-237.

⁶³⁵ Cfr. Gonçalo André Castilho dos Santos, *idem*, pp. 191-194.

⁶³⁶ V., neste sentido, as referências da jurisprudência portuguesa apresentadas em A. Barreto Menezes Cordeiro, *idem*, p. 291; e em José Ferreira Gomes, *idem*, p. 237;

expresso na 1.^a parte do n.º 2 do art. 304.º-A, quando declara por presumida a culpa do dano causado na decorrência de relação contratual ou pré-contratual. A única particularidade reside é no facto da 2.^a parte do n.º 2 do art. 304.º-A, parecer estender a presunção da atuação culposa por parte do intermediário financeiro, desde que, esteja em causa a violação de deveres de informação, independentemente de a situação não poder ser qualificada como obrigacional.

Perante a 2.^a parte do n.º 2 do art. 304.º-A, como já referido, podemos ser levados a pensar que o legislador pretendeu, por motivos de melhor tutela do investidor e por força da relevância exercida pela informação nos mercados, estender a lógica da responsabilidade obrigacional sempre que haja o desrespeito de deveres de informação (mesmo que fora do quadro obrigacional), daí as menções à aplicação da chamada terceira via da responsabilidade civil.

Porém, não concordamos com tal pensamento, uma vez que, acreditamos não existirem sinais de que tenha o legislador pretendido criar para a violação de deveres de informação um regime híbrido de responsabilidade. Até, porque tal praticamente não seria necessário, pois tendo em conta a natureza e objeto dos deveres de informação e a sua concretização na possível relação de fiduciária do intermediário para com o investidor, a informação acabará por ser exigida invariavelmente como uma decorrência obrigacional. Desta forma, o legislador pretendeu foi mitigar qualquer dúvida sobre esta circunstância, de sempre que haja violação de deveres de informação pelo intermediário financeiro capaz de gerar danos na esfera contratual do investidor, a responsabilidade é obrigacional⁶³⁷.

Mas, porque será essa violação da informação iminentemente obrigacional? Bem, no caso em particular dos intermediários financeiros, tendo em consideração a sua especial função para com o investidor (concretização no supramencionado elenco de deveres reforçados

⁶³⁷ No Ac. do TRP, de 30/05/2017, (processo n.º 588/11.0TVPRT.P1, relator: Maria Cecília Agante), embora conclua pela natureza extracontratual da responsabilidade do intermediário financeiro, é considerada a discussão doutrinária sobre a natureza obrigacional ou aquilina do ilícito como indiferente para os efeitos práticos da aplicação do Direito. Pois, *“atendendo ao relacionamento cliente/banco corporizado inter-partes, a intermediação financeira se traduziu num ato de execução do contrato bancário já em desenvolvimento pelas partes e, portanto, reconduz a reparação dos danos à responsabilidade contratual. Dum ou doutro modo, a opção por uma ou outra via jurídica não aporta diferenciação ao nível do ressarcimento dos danos. Poderia aportá-la ao nível dos pressupostos, em concreto da culpa, mas no campo da intermediação financeira nem essa diferenciação se verifica. A presunção de culpa do devedor imanente à responsabilidade contratual (artigo 799º/1 do Código Civil) acaba por parificar com a presunção de culpa do intermediário financeiro (artigo 304º-A/2 do CdVM)”*. V., também, o Ac. Ac. do TRP de 02/03/2015, Processo n.º 1099/12.2TVPRT.P1, disponível em www.dgsi.pt.

de confiança e proteção), resulta no facto de aquilo que, nos referimos na responsabilidade bancária como simples de deveres de proteção e cuidado do tráfego jurídico, poder assumir a forma dos deveres principais e secundários dos contratos de intermediação financeira⁶³⁸.

Sendo, assim, a responsabilidade pela violação desses deveres de proteção pelo intermediário será reconduzida ao regime da responsabilidade obrigacional, pois ao contrário do verificado aquando da responsabilidade bancária, no âmbito da atividade de intermediação financeira tais deveres já se inserem na esfera da execução contratual, ao serem exigidos com uma intensidade reforçada fruto da especial relação de confiança implícita nos contratos de intermediação financeiras⁶³⁹.

Contudo, importa ter também em consideração que, por força das particularidades obrigacionais atribuídas na figura do intermediário financeiro (como exemplo do dever de adequação do perfil do cliente – n.º 2 do art. 314.º do CC) não se reduzem apenas na esfera dos deveres de informação dos deveres de proteção e cuidado capazes de assumirem a forma de verdadeiros deveres principais e secundários dos contratos de intermediação financeira. Quer isto dizer que, o legislador pretendeu para as hipóteses de deveres de informação isentar a averiguação se o dever no juízo concreto corresponde a um verdadeiro dever específico.

Logo, para os restantes casos que, não esteja em causa deveres de informação, continua a ser necessário atentar se o dever violado em concreto consubstancia um dever específico, imposto por lei ao intermediário financeiro no âmbito da relação constituída

⁶³⁸ Neste sentido, Margarida Azevedo Almeida, (em A responsabilidade civil dos intermediários financeiros por informação deficitária e faltando de adequação dos instrumentos financeiros, ob. cit., pp. 420-421) identifica expressamente como a finalidade dos deveres traçados no CVM o garantir ao investidor a possibilidade de uma escolha esclarecida. Estando em causa uma tutela dos interesses dos investidores, as pretensões indemnizatórias que a lei reconhece a estes não tem apenas uma função instrumental aos interesses do mercado, mas tem uma clara intenção protectora sobre a formação da vontade esclarecida do investidor. Sendo, as obrigações de informação verdadeiros deveres de prestação e não meros deveres de proteção.

⁶³⁹ E, desta forma, se consideramos como deveres de prestação as obrigações de informação e por isso correspondendo a situações obrigacionais, não sendo simples deveres acessórios de conduta, pois ao contrário da responsabilidade bancária geral aqui o objeto a prestar engloba a prestação de informação, por força da relação fiduciária assente nos contratos de intermediação financeira. Resulta, assim, que a presunção de culpa se estende ao nexo causal, pois foi aliás isto que defendemos aquando da análise da responsabilidade bancária, onde afirmámos que apenas não ocorria a inversão do ónus da prova da causalidade na hipótese de violação de deveres acessórios. Cfr., neste sentido, Gonçalo André Castilho dos Santos, *idem*, pp. 96 ss. e Margarida Azevedo Almeida, *idem*, *ibidem*.

com determinado cliente/investidor⁶⁴⁰. Em caso afirmativo de esse dever ter uma natureza obrigacional, a sua violação redundará no campo da responsabilidade civil obrigacional do art. 798.º do CC. Já se o dever apenas for um dever genérico (desligado de um fim de proteção de interesses individuais e alheios ao interesse público e a consequente configuração de uma indemnização compatível aos investidores lesados), a sua violação não pode ser remetida para a responsabilidade obrigacional. Só sendo no quadro destas situações responsabilizado civilmente o intermediário, se for possível concluir pela qualificação do dever violado como uma norma de proteção e, consequentemente aplicável a 2ª parte do n.º 1 do art. 483.º do CC e abrangido pelo n.º 1 do art. 498.º do CC.

2. O caso dos lesados das instituições financeiras por violação de deveres de informação

Por fim, iremos passar à análise das diferentes hipóteses de tutela dos casos dos clientes lesados de instituições financeiras por violação de deveres de informação por parte destas, nomeadamente do desrespeito pela prestação de informação devida no momento da negociação de contratados de investimento. Ou seja, a partir da realidade financeira recente dos referidos casos BES e BANIF, iremos tentar conjecturar quais são no nosso Direito as diferentes medidas de proteção possíveis de intentar para a resolução dos litígios entre os clientes lesados e o próprio banco e ainda o BdP. Sobretudo de que forma é viável mobilizar outros regimes civilísticos a par ou em alternativa da referida e analisada responsabilidade civil.

Porém, procuraremos lidar com esta questão de um ponto macroscópico, na medida que, embora tenhamos como exemplo base os exemplos práticos ocorridos no quadro do mercado financeiro português. Vamos abordar de uma forma genérica, sem individualizar em concreto, as soluções para os casos onde por conduta violadora de deveres de informação e lealdade por parte das instituições financeiras se gerem danos para os clientes dessas instituições. Quer isto, dizer que não vamos entrar na problemática já supramencionada da legalidade e eficácia das medidas de resolução tomadas pelo BdP sobre o BES e BANIF.

⁶⁴⁰ V. a análise exemplificativa feita para os deveres previstos nos arts. 305.º a 307.º do CVM apresentada por A. Barreto Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 292-294.

2.1 A propósito da violação de deveres de informação do caso BES ou BANIF

Na sequência dos mediáticos casos dos lesados do BES e BANIF decorrentes da medida de resolução decretada sobre o funcionamento dessas instituições financeiras, é hoje do conhecimento generalizado que um grupo vasto de clientes desses bancos foi efetivamente enganado ou induzido em erro no processo de comercialização de determinados produtos ou serviços financeiros⁶⁴¹.

Dado, nos termos supramencionados⁶⁴², o BES e o BANIF, no âmbito da sua atividade de intermediação financeira, terem junto de investidores, muitos deles investidores não qualificados, procurado captar determinados investimentos de um modo que violou os mais básicos deveres de informação, transparência e lealdade⁶⁴³. Ao terem transmitido ou assegurado informações que não eram atuais ou nem correspondiam à realidade efetiva, como é o exemplo dos esclarecimentos falsos ou enganosos sobre a assunção do risco que, não correspondia efetivamente ao assumida no contrato em causa.

⁶⁴¹ Tal como foi comprovado nestes casos verificou-se a prática de *misselling* junto dos clientes bancários comuns de retalho (investidores não qualificados/consumidores). Uma prática sucessiva de comercialização fraudulenta de instrumentos financeiros distintos ou contrários aos anunciados ou propostos e com um risco desadequado ao perfil dos clientes. Neste sentido, o relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito à gestão do BES e do GES, de 28/04/2015 (disponível em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs>), deu como comprovado que “*de acordo com o relatado por alguns clientes e as entidades que os representam: i) esta comercialização foi promovida de forma especialmente agressiva por diferentes gestores de conta do BES, junto de diversos tipos de clientes, mesmo quando estes apresentavam um perfil conservador ou muito conservador; ii) possivelmente pressionados por objectivos a cumprir, os agentes de comercialização do BES reflectiram esta mesma pressão junto dos seus clientes, mesmo quando estes apresentavam níveis reduzidos de literacia financeira; iii) em diferentes exemplos concretos, foi reforçada junto dos clientes a ausência de risco associada à compra deste tipo de papel comercial, apresentado como sendo equivalente a um depósito a prazo e com a garantia de estar associado à marca BES; iv) existem diferentes casos dramáticos, em que as poupanças efectuadas ao longo de toda uma vida profissional, em particular por pessoas que neste momento se encontram já reformadas, foram deste modo colocadas integralmente em papel comercial de empresas do GES; v) a informação transmitida relativamente a estes mesmos produtos financeiros era por vezes escassa, havendo relatos de resistência quanto à partilha de elementos adicionais, quando tal foi solicitado por certos clientes.*” Assim, como na Audição Parlamentar N° 53-CPIBES-XII da Comissão Parlamentar de Inquérito à gestão do BES e do Grupo Espírito Santo, a CMVM, representando pelo seu Presidente, informou que em sede de acção de supervisão presencial conduzida pela própria CMVM, com incidência sobre a colocação de papel comercial de empresas do GES, se constatou o seguinte: *i) a existência de boletins de subscrição e fichas técnicas devidamente assinadas pelos clientes; ii) que a nota informativa era clara e completa, mas assente em informação financeira errada, que não retratava a verdadeira realidade patrimonial dos emitentes, além de situações em que a mesma terá sido entregue pelos gestores de conta aos clientes em data posterior à data da venda ou concretização da operação; iii) não veracidade da informação financeira contida no documento informativo;* Cfr. os seguintes links sobre o conteúdo desta audição parlamentar: <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheAudicao.aspx?BID=99779>; <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Documentos/ApresentaçãoComissãoParlamentar%2024%2003%202015.pdf>;

⁶⁴² Supra ponto 3.6 do capítulo III.

⁶⁴³ José M. Gonçalves Machado, A medida de resolução do “BES” e a confiança dos depositantes: um caso de hoje, uma lição para o futuro, ob. cit., p. 430 (nota 4).

Uma vez que, nas situações subjacente aos casos dos lesados do BES ou BANIF, o banco, que oferece, como intermediário financeiro, aos seus clientes o investimento em determinados serviços ou produtos, está adstrito a um conjunto de deveres de informação muito mais amplos que os decorrentes do art. 227.º do CC. Uma vez que, como referido, no CVM se encontra consagrando uma série de deveres específicos de informação no CVM, do qual resulta para o dever de informação, a cargo do intermediário financeiro, incluir *todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada* (art. 312.º). Sobretudo das informações respeitantes aos instrumentos financeiros e aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar⁶⁴⁴. Devendo-o fazer de modo completo, verdadeiro, atual, claro, objetivo e lícito (art. 7.º do CVM), para que a informação possa ser compreendida pelo destinatário médio, nos termos da al. c) do n.º 2 do art. 312.º-A do CVM.

A informação a prestar pelo banco ao cliente para que este pudesse tomar uma decisão esclarecida e fundamentada sobre a conclusão do contrato deveria, assim, necessariamente, incluir matérias como os seus riscos e natureza, com a ressalva da extensão e profundidade da informação devida depender sempre de cada situação em concreto, nomeadamente do grau de conhecimento e de experiência do cliente, nos termos do n.º 2 do art. 312.º do CVM.

Adicionalmente, devemos também não deixar de atender aos deveres de comunicação e informação, previstos nos arts. 5.º e 6.º da LCCG, que recaem sobre os bancos quando se esteja perante contratos de adesão, não deixando o conteúdo destes deveres de continuar a depender das circunstâncias em concreto, como o facto de existirem já anteriores relações contratuais ou de o aderente ser uma empresa ou um simples consumidor final.

De todo o modo, caso esses deveres não sejam tidos em consideração pelo banco na relação com o seu cliente, já verificámos quais as consequências e respetivas condições que recaem sobre a hipótese de violação de deveres de informação. Mas, importa, ainda, esclarecer que a este nível é necessário, atendendo à situação em concreto, determinar se a informação não prestada ou prestada de forma defeituosa ou enganosa era realmente imprescindível para formação a esclarecida decisão de investir. Devemos, então, ponderar no caso em concreto se é possível pressupor um juízo de valor a favor da

⁶⁴⁴ Cfr. als. d) e e) do art. 312.º, al. j) do n.º 1 do art. 312.º-C e al. a) do n.º 1 do art. 312.º-E do CVM.

imprescindibilidade da informação em falta, caso contrário resultará na inexigibilidade judicial do ressarcimento de danos.

Nomeadamente, se em concreto se verificar uma verdadeira situação de carência informativa, que serve de fundamento ao dever de informar. Não existindo tal situação, a *adstrição do sujeito passivo do dever não é um meio adequado à promoção da autodeterminação do respetivo beneficiário*, dado que o cumprimento desse dever não vai gerar um qualquer benefício para o cliente, pois nada será adicionado para o esclarecimento da sua vontade ⁶⁴⁵. Pois, os factos a informar para efeitos de responsabilização pelo seu não cumprimento não podem ser irrelevantes para as decisões do sujeito, este tem de ganhar um efetivo benefício (cognitivo) que, nunca teria de outro modo se não fosse cumprido o dever de informação. Seja porque tinha já o conhecimento efetivo dos factos em questão, ou porque, tinha a possibilidade de aceder a esses factos por outra via que não a prestação da informação pelo banco ⁶⁴⁶.

Contudo, não significa isto que, à boleia da chamada autodeterminação ou autorresponsabilidade do investidor se isente a parte contratual dita mais forte (mais informada e com maior conhecimento do mercado) da prestação de informação. Aquilo que deve ser salientado neste plano é a conexão entre a informação desconhecida do investidor e da informação a prestar pela instituição financeira, como a informação cujo o seu conhecimento pelo investidor não depende exclusivamente do seu esforço, mas é necessário a cooperação na transmissão a este por parte da contraparte contratual.

Até porque, recuperando a distinção entre informação e conhecimento ⁶⁴⁷, a existência de uma situação de carência informativa não depende dos conhecimentos técnicos ou intelectuais de uma parte sobre a outra ⁶⁴⁸, mas sim ajuizada entre a informação pública da disponibilidade do (putativo) investidor e do conjunto de factos cujo seu conhecimento é importante à formação da sua vontade de contratar, que se encontram dependes da divulgação por parte da contraparte. Com a ressalva, do nível informativo do investidor

⁶⁴⁵ Cfr. Miguel Brito Bastos, Deveres acessórios de informação – em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador, ob. cit., pp. 225-232.

⁶⁴⁶ Miguel Brito Bastos, *idem, ibidem*.

⁶⁴⁷ Supra ponto 1.1. do capítulo III.

⁶⁴⁸ Dirk Olzen, Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, II, 12, Auflage, de Gruyter, Berlin, 2005, 241, n.º 440, *apud*, Miguel Brito Bastos, *idem*, p. 230.

importar sim para a concretização da amplitude e intensidade da informação a prestar pela instituição financeira, mas não para a cominação do dever.

O relevante é, assim, verificar a existência de uma verdadeira carência informativa do potencial investidor para a cominação do dever, depois o seu nível informativo apenas releva para a determinação da dimensão da conduta devida. À partida o desconhecimento da situação de carência ou do seu nível informativo pode também releva na aferição da censurabilidade associada ao incumprimento do dever de informar⁶⁴⁹, pelo menos ao nível da responsabilidade bancária em geral e não no quadro da responsabilidade do intermediário financeiro, algo que é facilmente explicado pela especial relação fiduciária assumida por este face ao sujeito passivo da situação contratual.

Em caso afirmativo de existência na relação contratual em juízo de uma carência informativa, a violação dos deveres supra identificados pode e bem ser a causa de perdas patrimoniais reivindicáveis pelos clientes bancários lesados. E desconsiderado o debate sobre as consequências para estes casos advindo da aplicação da medida de resolução na situação em concreto e recuperando o referido nos pontos anteriores sobre a temática da responsabilização dos prestadores de serviços financeiros, há para estes casos a possibilidade real dos clientes lesados por violação de deveres de informação obterem uma indemnização, devida pela instituição financeira.

Aliás, podemos equacionar três níveis de responsabilidade⁶⁵⁰: i) responsabilidade da instituição financeira enquanto emitente das obrigações, pelo incumprimento das obrigações a que se encontra adstritas; ii) responsabilidade da instituição financeira como intermediário financeira, nos termos do art. 304.º-A do CVM; iii) responsabilidade dos titulares dos órgãos de administração da instituição financeira, nos termos do art. 78.º do CSC, caso se verifique a insuficiência do património próprio da instituição para cobrir os seus créditos e essa insuficiência for da responsabilidade dos seus administradores;

Deste modo, tendo em conta o caso concreto poderá haver diferentes modalidades ressarcitórias, sejam elas no plano da responsabilidade obrigacional ou da aquiliana. Acompanhando o redigido sobre este ponto, em princípio, salvo facto contrário, a responsabilidade civil será obrigacional, já que a informação a prestar corresponde a um

⁶⁴⁹ Miguel Brito Bastos, *idem*, p. 231 (em especial nota 119).

⁶⁵⁰ Mafalda Miranda Barbosa, A relevância da natureza do crédito detido pelo cliente de uma instituição bancária objeto de uma medida de resolução. Nótula a propósito do caso BES, *ob. cit.*, p. 105 (nota 40).

dever obrigacional advindo de um contrato, quer por violação por parte do intermediário ou da instituição responsável pelo instrumento financeiro. Mas, não nos cabe aqui recuperar todo o referido quadro sobre a responsabilidade bancária e dos intermediários financeiros, sobretudo aquele que recai a propósito da violação de deveres de informação. Remetemos, por isso, para a análise já traçada nos dois pontos precedentes, embora mais adiante no momento da conclusão do nosso estudo teremos a oportunidade de sintetizar e concretizar esta mesma análise.

Em todo o caso, é esta a lógica presente na prática judicial portuguesa, pelo menos um modo geral ao nível dos efeitos práticos a imputar ao banco, fora algumas discordâncias no plano sistemático. Cremos que é possível afirmar pelos menos a unanimidade da nossa jurisprudência na violação de dever de informação pelos bancos, nomeadamente enquanto intermediários financeiros, como causa efetiva da perda patrimonial sofrida pelos ditos lesados.

Neste sentido, podemos enumerar a título exemplificativo os seguintes acórdãos: **i)** Ac. do STJ, de 17/03/2016, processo n.º 70/13.1TBSEI.C1.S1, relator Maria Clara Sottomayor; **ii)** Ac. do STJ, de 26/09/2017, processo n.º 3499/16.0T8VIS.S1, relator Ana Paula Boularot; **iii)** Ac. do STJ, de 10/01/2013, processo n.º 89/10.4TVPR.T.P1.S1, relator Tavares de Paiva; **iv)** Ac. do TRC, de 12/09/2017, processo n.º 821/16.2T8GRD.C1, relator Moreira do Carmo; **v)** Ac. do TRC, de 05/05/2015, processo n.º 70/13.1TBSEI.C1, relator Moreira do Carmo; **vi)** Ac. do TRC, de 16/01/2018, processo n.º 3906/16.1T8VIS.C1, relator Fonte Ramos; **vii)** Ac. do TRL, de 10/10/2017, processo n.º 4042/16.6T8LSB.L1-7, relator Carlos Oliveira; **viii)** Ac. do TRG, de 27/04/2017, processo n.º 2928/16.7T8GMR.G1, relator Alexandra Rolim Mendes; **ix)** Ac. do TRL, de 02/11/2017, processo n.º 6295-16.0T8LSB.L1-8, relator Ilídio Sacarrão Martins; **x)** Ac. do TRG, de 11/01/2008, processo n.º 401/16.2T8BGC.G1, relator João Diogo Gonçalves; **xi)** Ac. do TRE, de 22/03/2016, processo n.º 1609/16.6T8STR.E1, relator Paulo Amaral; **xii)** Ac. do TRL, de 06/12/2017, processo n.º 13416-16.1T8LSB.L1-8, relator Luís Correia de Mendonça; **xiii)** Ac. do TRE, de 08/03/2018, processo n.º 1820/16.0T8STR.E1, relator Mário Coelho;⁶⁵¹

⁶⁵¹ Todos os acórdãos encontram-se disponíveis para consulta em www.dgsi.pt.

Todos estes acórdãos correspondem a efetivas situações de responsabilidade de um banco que, enquanto intermediário financeiro atuou com culpa grave ao recorrer a técnicas de venda agressivas, mediante a utilização de informação enganosa ou ocultando informação, com o intuito de obter a anuência do cliente a determinados produtos de risco que este nunca subscreveria se tivesse conhecimento de todas as características do produto, nomeadamente se soubesse que o capital investido não estava totalmente garantido.

A única diferença reside em saber quais são termos da responsabilidade civil segundo os quais o banco deve responder pelos danos económicos provocados, voltámos, assim, a querela entre a recondução ao regime da responsabilidade nos termos dos arts. 798.º ss. ou ao disposto no art. 483.º De um lado, os referidos acórdãos i), ii), iv), v), vi), vii) e xiii) optam por uma conceção obrigacional da responsabilidade dos intermediários financeiros e, por outro os acórdãos como o iii) e viii) reconduzem na à responsabilidade delitual. Havendo também a recondução a um modelo híbrido ou misto de responsabilidade, conjugando simultaneamente as duas modalidades do instituto da responsabilidade civil, como é o caso dos acórdãos ix) e xii).

Porém, uma vez que está sempre em causa a responsabilidade por violação de deveres de informação no âmbito de relação pré-contratuais, independentemente da nossa conceção, os efeitos práticos serão sempre os mesmos, por força da aplicação da lei especial do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM, presumindo-se uma atuação culposa por parte do intermediário financeiro. Ao ponto da decisão judicial presente nos acórdãos x) e xi) se centrar apenas no disposto no CVM, sem qualquer menção qualificativa da responsabilidade a uma das modalidades da responsabilidade civil.

Em todo o caso, importa reter que verificámos que grande parte das situações de responsabilidade civil dos prestadores de serviços financeiro se inserem no quadro do n.º 1 do art. 227.º. Na medida que, grande parte dos casos de violação de deveres de informação ocorrem nas fases de conclusão de um negócio, seja na sua formação, integração ou execução. Portanto, é no âmbito da responsabilidade pré-contratual, da chamada *culpa in contrahendo*, que é prosseguida a proteção e tutela no ordenamento jurídico da confiança depositada por cada uma das partes, no desenrolar das negociações com vista à celebração de um determinado contrato. Sobretudo, quando as suas legítimas expectativas jurídicas forem defraudadas devido a uma contratação com base em

informação falsa ou enganosa, por violação de deveres prévios de informação, que constitui um ataque aos valores basilares da ordem jurídica como a segurança, a lealdade e a transparência.

2.2. Tutela da confiança

Sempre que foi referida a responsabilidade dos prestadores de serviços financeiros, a confiança foi sublinhada como o valor jurídico máximo a proteger no quadro das relações entre o banco/intermediário financeiro e os seus clientes lesados. Ou seja, sempre que um banco atesta factos inexatos ou dá falsas indicações, sobre a administração de patrimónios, o giro bancário, cheques e elementos que tenha conhecimento que possa pôr em causa o mútuo que vai celebrar, este é chamado a responder pelos danos daí resultantes pela quebra da relação de confiança existente. O mesmo se verifica quando o banco, agindo como intermediário financeiro, oferece informações ou recomendações incorretas ou enganosas sobre produtos de investimento arriscados, seja a clientes experientes ou inexperientes.

Por isso, ao longo do nosso estudo, evidenciámos que a existência e formulação de deveres de informação entre as partes contratuais, se justificava entre outros aspectos por uma questão de segurança e confiança dos intervenientes do contrato, devendo ambas as partes colaborar e confiarem entre si na formação do contrato. No âmbito dos mercados financeiros, o prestador encontra-se obrigado de facto a confiar nas informações que lhe são prestadas pelo proponente, perante a declaração sobre as suas condições financeiras, assim, como o investidor confia que o contrato proposto é aquele que melhor garante os seus interesses e expetativas.

No fundo, é a isto que, se resume a chamada relação de confiança necessariamente recíproca entre as partes, relação essa, que serve de fundamento aos deveres de informação que cada parte está adstrita. A este propósito Sinde Monteiro defende estarem as partes *“unidas por uma especial relação de confiança que impõe àquele em que se deposita confiança deveres de comunicação, esclarecimento ou revelação de factos”*⁶⁵².

De acordo, com Carneiro Frada, a relação de confiança consiste numa qualificação jurídica aplicada a uma situação de facto, representando uma realidade fáctico-empírica

⁶⁵² Jorge Sinde Monteiro, Responsabilidade por Conselhos (...), ob. cit., pp. 157-158.

de uma determinada relação jurídica entre dois sujeitos, assente, por imperativo lógico, numa especial ligação de confiança recíproca. O conceito de relação de confiança “*exprime (...) a experiência comum de que existem situações de interacção que têm como condição (...) de desenvolvimento uma especial atitude de confiança dos sujeitos uns nos outros*”, gerando especiais deveres de conduta, cuja violação acarreta responsabilidade civil com o fim de tutela das expectativas recíprocas e consolidando a confiança entre as partes na lógica do *dever de poder confiar*⁶⁵³.

Aliás, como apontado nos pontos 1.1. e 1.2 do capítulo III do presente estudo, o fundamento material e legal dessa relação recai respetivamente sobre a existência de uma assimetria informativa, pelo que, só são acessíveis certos factos relevantes se uma parte os disponibilizar à outra parte e, consequentemente pelo facto de ocorrer a vinculação do contrato de seguro de acordo com o princípio da máxima boa fé (*uberrima fides*). Pois, a especial necessidade de proteção das partes confiantes nas informações e esclarecimentos prestados pela sua contraparte requer um regime específico de regulação das condutas das partes, em especial, no momento da formação do contrato⁶⁵⁴..

Logo, neste quadro, onde a atuação das partes se deve pautar pelo respeito do princípio da máxima boa fé e, se classifica a relação contratual base aos contratos lhes subjacente como uma especial relação de confiança. Tais contratos enquadram-se na lógica assente à generalidade dos contratos sujeitos sempre ao princípio da boa fé, segundo o estabelecido no n.º 2 do art. 762.º e no art. 227.º do CC, devendo as partes de uma qualquer relação contratual regerem sempre os seus comportamentos segundo aquilo que se compreende na esfera da boa fé. Assegurando-se a necessidade absoluta de lealdade entre as partes contratuais na manutenção da equidade da relação contratual, estando, como já referido, vinculadas a deveres recíprocos ditos de informação, de forma fazer fase ao desequilíbrio informativo aquando da negociação e ao longo da execução contratual.

Porém, perante contratos de investimento, dado estes comportarem determinadas particularidades, assentes na própria natureza e características do negócio jurídico, como a aleatoriedade, implicam uma especial intensidade e um maior nível de exigência de boa fé, daí se aludir à *uberrima bona fides*. A ideia deste tipo de contratos como vinculados a

⁶⁵³ Manuel Carneira da Frada, Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil, ob. cit., p. 474-478.

⁶⁵⁴ A classificação de alguns contratos como de *uberrimae fidei* ou de confiança depende sempre do seu contexto corresponder à referida situação de assimetria informativa e consequentemente de uma especial relação de confiança entre as partes. Cfr. Manuel Carneiro Frada, *idem*, pp. 449-450.

uma boa fé extraordinária tem a sua génese na *common law*, a partir do caso *Carter v. Boehm* decidido pelo *Lord Mansfield*, no qual se limitou o já citado princípio *caveat emptor* e, se consagrou uma disciplina de especial relação de confiança, devendo às partes agirem com uma diligência superior àquela que é admitida no regime da boa fé comum⁶⁵⁵.

Desta forma, e correndo o risco de nos repartirmos, diremos que o neste âmbito contratual é requerida uma boa fé reforçada e diferenciada dos demais contratos comerciais e, só, assim, se tutela efetivamente a parte mais fraca, com menor poder negocial. Através do reconhecimento de um amplo dever de informação sobre as circunstâncias decisivas para a formação da vontade negocial⁶⁵⁶. Pois, como já vimos a relação negocial dá azo a mais do que os simples deveres relacionados com o objeto das chamadas prestações principiais ou secundárias, o contrato envolve as partes numa situação mais complexa com isso, no âmbito do qual referimos a temática do respeito de deveres de acessórios em oposição aos meros deveres de tráfego.

Porém, têm surgido vozes que contestam a formulação de um qualquer contrato como vinculado a uma boa fé especial, dita superior ao regime comum da boa fé, segundo uma remissão para o princípio da *uberrima bona*. Alegando que é isso não será mais que um brocardo repetido indistintamente, mas que na realidade nada exprime de diferente, não representando na verdade dos factos nada daquilo que literalmente se pretende transmitir. Porque na lei não se vislumbra qualquer declaração expressa nesse sentido, remetendo simplesmente para a boa fé sem qualquer vocábulo de reforço⁶⁵⁷.

E, ainda, porque o princípio da máxima boa fé parece ser incompatível com o nosso sistema jurídico, dado ser uma realidade que já encontra a sua extensão no instituto da Boa fé e manifesta-se no instituto da *culpa in contrahendo*. Desde logo, pelo facto do recurso à expressão da apelidada boa fé reforçada ter sido uma necessidade própria do Direito da *common law*, onde efetivamente não se reconhecia o papel da boa fé contratual, tendo, se introduzindo *ex novo* tal conceito de propósito para os contratos onde as

⁶⁵⁵ Tal princípio foi expresso da seguinte forma por Lord Mansfield: “*Good faith forbids either party by concealing what he privately knows, to draw the other into a bargain from his ignorance of that fact, and his believing the contrary*”. Cfr. Simon Whittaker e Reinhard Zimmermann, *Good faith in european contract law: surveying the legal landscape*, in *Good faith in european contract law*, ed. by Reinhard Zimmermann, Simon Whittaker, Cambridge University Press, Cambridge, 2000, pp. 41-44.

⁶⁵⁶ Luís Poças, *O dever de declaração inicial do risco no contrato de seguro*, ob. cit., p. 149.

⁶⁵⁷ Cfr., sobre as considerações da existência da *uberrima bona fides*, Ilídio Monteiro Alves, *Da uberrima bona fides no contrato de seguro*, Tese de mestrado em ciências jurídico-empresárias, orientador Eduardo Santos Júnior, FDUL, Lisboa, 2014, pp. 72-74 e 104-115.

vantagens (ou sacrifícios) patrimoniais dependem de acontecimentos incertos e futuros. Daí que se pergunte qual a verdadeira distinção entre uma boa fé comum (inexistente previamente no Direito inglês) e uma boa fé potencialmente superior e, como trazer à colação para o nosso ordenamento jurídico tais considerados anglo-saxónicos sobre a boa fé ordinária ou extraordinária⁶⁵⁸.

Neste preciso sentido, embora sobre o caso particular do contrato de seguro⁶⁵⁹, Margarida Lima Rego considera incorreta o recurso à qualificado do contrato como de máxima fé, pois não é possível configurar nenhum regime de excepção, ao não ser possível encontrar nenhuma exigência de uma qualificada boa fé. Desta forma, todos os casos são invariavelmente reconduzidos ao regime comum da culpa in contrahendo (art. 227.º do CC) que impõem deveres de protecção, lealdade e esclarecimento.

Tendo, o legislador com a concretização de tais deveres apenas pretendido materializar o conteúdo, termos e as matérias sobre o qual o dever de informar (e esclarecer) deve recair, sem que isso implique o aumento do nível de vinculação à boa fé do obrigado ou da remissão para uma qualquer tipologia de boa fé extra. Não sendo, os deveres de informação dispostos no RGICSF e no CVM (ou mesmo na LCS) mais do que simples concretizações dos deveres exigidos pela normal boa fé contratual e, não uma boa fé 'fortificada', mas uma simples situação de culpa in contrahendo, visível pela remissão que esses regimes especiais fazem para o regime comum do Direito civil⁶⁶⁰.

Contudo, da nossa parte detemos dúvidas em assinar de cruz tal pensamento, não contestamos que falar de um princípio de máxima boa fé na prática se trate de uma mera manifestação ou extensão da comum boa fé. Pois, considerando, atendendo às características e aspetos da natureza dos contratos de investimento fazer parte deste um tipo de contrato a confiança uma base fundamental da relação jurídica, pelo que os deveres de informar são (ou devem ser) mais reforçados do que noutros tipos contratuais. Não invalida isto que, se continue no quadro da boa fé e do artigo 762º, número 2, apenas a considerar que, a boa fé exigível é mais intensa, conforme o tipo de relação contratual em causa.

⁶⁵⁸ Ilídio Monteiro Alves, *idem, ibidem* (em especial nota 251).

⁶⁵⁹ Mas que consideramos ser este raciocínio transponível para os negócios cujo seu fim é a realização de um certo investimento no quadro de um contrato de risco.

⁶⁶⁰ Margarida Lima Rego, Contrato de seguro e terceiros, in Estudos de Direito civil, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, p. 441, *apud*, Luís Poças, *idem*, p. 153 (nota 508).

Não sendo a máxima boa fé um princípio autonomizável do princípio da boa fé, apenas é uma mera noção classificatória ou descritiva especial referente ao um tipo de contratos. Mas não quer isto significar que, seja errado afirmar que há no âmbito de uma determinada relação contratual uma ligação umbilical a uma especial relação de confiança, justificada para o maior peso e tutela da parte contratual mais débil, de acordo com a boa fé em toda a sua extensão.

Deste modo, se consideram estes contratos de risco como contratos de confiança, envolvendo uma confiança mais intensa do que aquela que se deposita ordinariamente no plano geral e indiferenciado do tráfego jurídico, ou seja, o padrão de conduta exigível é mais estrito do que aquele que vigora para os contratos em geral, dentro da elasticidade do n. 2 do art 762.º.

Em todo o caso, o facto de o legislador ter tido a necessidade de impor especiais deveres de informação e de esclarecimento, somos levados a questionar se isso não quer significar que nesses casos onde se imponha ou seja exigível um dever especial de esclarecimento ou aconselhamento, não se estará já fora do âmbito de uma normal relação de troca com interesses contraditórios. Dado, o nível exigido para o esclarecimento ser já superior ao normal, podendo se estar não no âmbito da prossecução de um interesse próprio, mas tendo em vista as acuidades de um interesse alheio.

Por outras palavras, talvez possa ser defensável dizer que nestas circunstâncias já não se estará perante uma simples relação de confiança, com ambas as partes dependentes de certas e determinadas informações a serem prestadas pela outra parte contratual de modo a formarem uma real, objetiva e racional vontade em contratar. Mas, existindo mais que uma interdependência, com a imposição de uma regra de conduta no sentido de agir em consonância ou para acautelar o interesse de outrem. Ou seja, ingressamos no domínio de saber se nesses contratos apenas esta subjacente uma relação de confiança, ou, se também se poderá configurar a hipótese de uma dita relação fiduciária, onde há a tutela de interesse difusos⁶⁶¹.

Em relação, a esta questão podemos argumentar que deveres especiais de informação, como os referidos, continuam a acompanhar o característico dos chamados negócios ou

⁶⁶¹ Cfr., sobre a noção de fidúcia, Pedro Pais de Vasconcelos, *Contratos atípicos*, Almedina, Coimbra, 1995, pp. 254 ss.; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Do Trust no Direito Civil*, ob. cit., pp. 463 ss.

contratos de confiança, exprimindo para determinados casos particulares simples exigências, mais reforçadas, relativamente à proteção da confiança⁶⁶². Materializando-se em regras de conduta de atuação honesta, diligente e cuidadosa, agindo aquele a quem se deposita confiança com o mais elevado grau de boa fé e de dar a conhecer todos os factos de quem tem conhecimento suscetíveis de afetar a transação entre as partes.

Dentro daquilo que Sinde Monteiro sublinha ser uma relação especial de *duty of care* entre as partes na negociação do contrato, ilustrada pelo acórdão inglês, *Tate v. Williamson*, no qual é indicado que “*duas pessoas estão em tal relação que, enquanto a mesma perdura, a confiança é necessariamente depositada por uma delas é, a influência que naturalmente brota dessa confiança é detida pela outra*”, verificando-se uma mútua vulnerabilidade que caracteriza a existência de uma relação fiduciária, mas devendo cada parte cuidar dos seus próprios interesses⁶⁶³.

Porém, da nossa parte consideramos relevante atender à distinção entre o conceito da relação fiduciária da relação de confiança, correspondendo a primeira à prossecução de interesses difusos, quando uma parte se encontra adstrita a agir não numa mera lógica de lealdade contratual, mas tutelando interesses alheios aos seus, interesses da outra parte contratual⁶⁶⁴. Enquanto a relação de confiança corresponderá aquilo que Carneiro da Frada e Sinde Monteiro expressam nas suas obras sobre tema.

Assim, a nossa dúvida está em saber se não haverá um consagrar de uma relação fiduciária sobre a mera confiança para o quadro dos deveres de esclarecimento, de aviso e de conselho que, se incluem no acervo amplo dos deveres gerais de informação. Perante a qual, quando a situação especial em concreto o determine, deve o banco cumprir uma obrigação de zelar pelos interesses da outra parte. Sobre este ponto, olhando para as relações bancárias em geral e aos próprios fundamentos e natureza contratual do dever de informar, somos tentados em não admitir tal hipótese, pois não nos parece que fora da sua atuação como intermediário financeiro se estabeleça uma relação fiduciária no sentido de obrigar o banqueiro a zelar por interesses alheios em detrimento dos seus próprios,

⁶⁶² Manuel Carneiro Frada, *idem*, p. 554.

⁶⁶³ Jorge Sinde Monteiro, *idem*, pp. 158-159.

⁶⁶⁴ Cfr., sobre a conceptualização do negócio fiduciário por recurso à ideia da prossecução do interesse do beneficiário, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Do Trust no Direito Civil*, ob. cit., pp. 964 e ss.

como ocorre noutros tipos ou relações contratuais, como o mandato ou a administração societária.

Neste âmbito, consideramos que o dever de esclarecimento, como enunciado no ponto 2.1. do capítulo II, apenas é uma concretização reforçada do dever geral de informação, não ilustrado nenhuma particular ou especial relação fiduciária. Sendo, tal dever especial de esclarecimento uma manifestação da relação de confiança que, se insere na disciplina dos negócios jurídicos em geral. Havendo sempre dentro do âmbito da relações bancárias a formação de contratos de confiança, segundo a ideia de que este tipos de contratos implicam sempre o risco da não cooperação das partes na diminuição das assimetrias informativas, havendo na prática uma verdadeira relação de desconfiança, com o banqueiro a temer que o proponente lhe minta ou omita dados relevantes para a apreciação do risco da concessão de crédito ou oferta de um determinado produto ou serviço financeiro para o cliente em concreto. Da mesma forma, que o cliente bancário teme que o banco, se refugie em eventuais omissões ou incorreções pré-contratuais para escapar aquilo que se obrigou⁶⁶⁵. Sendo, aliás estes elementos também constituintes do próprio risco associados às decisões de investimento.

Como referido, a existência ou a verificação de uma verdadeira relação fiduciária só se configurará no âmbito das relações entre o banco e os seus clientes, quando o banco atuar como um intermediário financeiro, ao abrigo das atividades enumeradas no n.º 1 do art. 289.º do CVM em conjugação com os deveres dos arts. 304.º, 309.º, 310.º, 313.º, 326.º e 347.º também do CVM. Isto, se a atividade de intermediação em causa assumir uma posição fiduciária, quando a prestação principal do contrato de intermediação financeira depender da existência de uma relação fiduciária e dos serviços em corretos a prestar. Ou seja, se for determinante para a correta e efetiva prestação de atividade de intermediação, a assunção da obrigação de atuar no interesse de outrem⁶⁶⁶.

Porém, mesmo assim, consideramos ser correto para situações da atividade bancária em geral, ainda, que fora do âmbito da atividade de intermediação financeira, falar de uma eventual relação de confiança reforçada, embora excluído qualquer dita dimensão

⁶⁶⁵ António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, ob. cit., p. 485.

⁶⁶⁶ Como será a situação da gestão de carteiras, consultoria para o investimento, execução de ordens ou assistência (cfr. arts. 321.º a 325.º do CVM). Já o mesmo não se verifica, por exemplo, na gestão de mercados regulamentados ou demais sistemas de informação (cfr. al. g) do n.º 1 do art. 290.º do CVM). Cfr., sobre o intermediário financeiro como fiduciário e os limites da sua dimensão fiduciária, A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., pp. 285-290.

fiduciária. Nomeadamente se atendermos à importância social assumida pela normal atividade bancária, podemos ser levados a calcular que o banqueiro no âmbito da sua atividade profissional presta um serviço de caráter público, devendo para tal ter especiais cuidados ao nível dos deveres de diligência e prudência⁶⁶⁷.

Em todo o caso, não nos parece que um eventual nível especial de diligência e prudência da atuação do banco para com os seus clientes possa e deva ser explicada segundo qualquer ideia do banqueiro como um prestador de um serviço público, pois o mesmo não encontra nenhuma razão de ser na letra da lei. Da nossa parte, consideramos sim existirem situações, onde por força da natureza das circunstâncias a relação de confiança merece um tratamento mais exigente e intenso. Sobretudo, quando atendendo à natureza complexa do contrato e do tipo de sujeitos e agentes em acção, se configure estar o investidor (não qualificado) totalmente dependente das informações do banqueiro, por se tratar de matéria às quais torna muito difícil e até impossível, segundo o critério do homem médio, essa parte contratual cuidar autonomamente dos seus próprios interesses.

Nestas hipóteses, o dever de informação e esclarecimento não funciona apenas como uma garantia de maior esclarecimento e informação da parte de quem os recebe de forma a tutelar e formar a sua confiança em contratar, mas também encontre a sua justificação na necessidade de o investidor ser orientado num mercado em matérias cujo as quais não tem preparação e competência técnica para lidar e enfrentar. Não deixando, como isto, de continuarmos no quadro a simples relação e confiança, ainda que numa dimensão mais aprofundado e tutelar da parte mais débil, sem que essa relação encontre qual razão para assumir a forma de uma verdadeira relação fiduciária, com o banqueiro a ter de zelar verdadeiramente pelo interesse da sua contraparte, em detrimento dos seus próprios interesses.

⁶⁶⁷ Há aqui uma referência ao debate encabeçado pelo francês *Houin* em torno da ideia da responsabilização da banca como um serviço público, segundo a qual deveriam recair sobre a atividade bancária especiais deveres de conduta obrigatória distintos à lógica do Direito privado, assente no princípio da liberdade contratual e da autonomia privada. Debate esse que, foi rejeitado pela própria doutrina francesa, mas que teve algum desenvolvimento alemão a propósito da possível responsabilização do banco pela concessão ou não concessão de crédito. Embora se tenha concluído pela inexistência prática deste tipo de esquema de responsabilidade bancária, tratando-se até de uma possibilidade com pouca substância prática. Por isso mesmo, podendo ser esta questão complexa, ela não tem merecido desenvolvimento aparente na nossa jurisprudência, provavelmente porque não acrescenta nada de novo à prática judicial. Cfr., para um maior desenvolvimento sobre esta problemática, António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, ob. cit., pp. 421-435.

Pode, pois, concluir-se que, o investidor é esclarecido e informado não só por uma mera questão de tutela da sua confiança, de acordo com o princípio contratual da boa fé, mas de modo a garantir que efetivamente não é tratado ou tomado por estúpido (*to make a fool of him*). Porém, nunca significa isto, que caiba ao banqueiro cuidar do mérito das operações propostas ao tomador ou segurado, obstando sempre à realização apenas daquelas que pudessem ser consideradas *unfair, unjust ou inequitable*, apenas visando proteger o seu cliente contra insuficiências e inexatidões do racionalizar da complexidade inerente à contratação em causa, sendo, sempre seu o ónus de decisão, conservando o direito alienável de ser estúpido (*to make a fool of himself*)⁶⁶⁸.

Parece-nos ser este o enquadramento que melhor vai ao encontro das preocupações em volta da proteção da confiança, como valor jurídico basilar ao regular funcionamento das instituições financeiras e do próprio sistema financeiro como um todo. Dentro da lógica da confiança como o substrato da manutenção da estabilidade do sistema financeiro e consequentemente da própria estabilidade económica⁶⁶⁹. Não podendo nem devendo a ordem jurídica ignorar a tutela da confiança assente no respeito ao princípio da proteção, que se manifesta no respeito pela boa-fé na celebração e execução dos contratos⁶⁷⁰.

Sob esta perspetiva, a tutela da confiança pode assumir uma maior intensidade conforme o caso concreto, e só ganha uma dimensão fiduciária se o banqueiro atuar como intermediário financeiro e se tal atuação compreender o estabelecimento de deveres fiduciários por parte do banco. Fora desses casos, a cominação de deveres acessórios às partes nas diferentes fases negociais e na vigência da execução relação negocial, corresponde maioritariamente a uma decorrência do princípio da proteção da confiança⁶⁷¹. Assente, como referido, na orientação da atuação dos sujeitos contratuais para o respeito de um determinado conjunto de deveres acessórios de informação,

⁶⁶⁸ Carlos Osório de Castro, Informação no Direito do mercados de valores mobiliários, ob. cit., pp. 333-347.

⁶⁶⁹ Nas palavras de António Menezes Cordeiro (Direito Bancário, ob. cit., p. 1176) a partir do “*momento em que falhe a confiança, a instituição de crédito torna-se num buraco negro, devorador de riqueza*”.

⁶⁷⁰ Sobre a noção do princípio da confiança como um princípio ético-jurídico, cfr. João Baptista Machado, Tutela da confiança e “*venire contra factum proprium*”, ob. cit., pp. 352.

⁶⁷¹ Cfr., sobre a dimensão constitucional do princípio da proteção da confiança, José M. Gonçalves Machado, A medida de resolução do “BES” e a confiança dos depositantes: um caso de hoje, uma lição para o futuro, ob. cit., pp. 433-436.

segurança e lealdade, que se reconduzem à regra de orientar a sua conduta segundo os ditames da boa fé⁶⁷².

2.3. Responsabilidade pela confiança

Estando em causa uma situação de confiança, se uma parte a quebra ao não prestar as informações que se encontrava obrigada e causando danos ao beneficiário, importa falar da responsabilização pela confiança, na medida que, quem por qualquer motivo transmitiu à outra parte a ideia de uma relação de confiança deverá responder caso essa confiança não tenha sido concretizada corretamente⁶⁷³. Esta responsabilidade pela tutela da confiança assenta nos seguintes quatro pressupostos⁶⁷⁴: i) *a existência de uma situação de confiança, no caso da prestação de informação pela contraparte*; ii) *uma justificação para essa confiança*; iii) *a existência de um investimento de confiança*; iv) *e a imputação da situação de confiança ao obrigado à informação*;

A situação de confiança corresponde ao juízo traçado no ponto anterior, a sua constituição justifica-se pelas características próprias da relação bancária, seja comercial ou de investimento, o que não impede que, num caso concreto, se conclua pela sua inexistência. Até, porque é sempre necessário realizar um juízo casuístico para apurar se ocorreram determinadas circunstâncias que fundamentaram um juízo racional num *dever de poder confiar*⁶⁷⁵, na medida que, se trata de uma situação subjetiva, do nível cognitivo do agente⁶⁷⁶. O problema reside nas dificuldades probatórias de uma situação cuja sua constituição depende de factos e fatores psicológicos que influenciam a criação de uma legítima expectativa de alguém confiar no comportamento ou nas declarações de outrem⁶⁷⁷.

⁶⁷² António Menezes Cordeiro, Da boa fé no Direito civil ob. cit., p. 632.

⁶⁷³ António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 586 ss.; João Baptista Machado, *idem*, pp. 345-423;

⁶⁷⁴ Quanto a estes quatro pressupostos subscrevemos o defendido na generalidade da nossa doutrina. Segundo a qual, estes pressupostos funcionam na lógica de um sistema móvel, podendo a intensidade especial do preenchimento de um deles compensar o menor nível ou ausência de um outro pressuposto (com óbvia exceção da inexistência da situação de confiança, que obsta que se fale da necessidade de responsabilidade pela confiança). Cfr. António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 1248-1249; Manuel Carneiro Frada, *idem*, pp. 26 e 585; José M. Gonçalves Machado, *idem*, pp. 475-477; Miguel Brito Bastos, *idem*, pp. 197-198; Tânia de Freitas Andrade, Exercício abusivo do crédito fidejussório : a omissão de informações devidas pelo credor fidejussório ao fiador, in RDC, A. 1, n.º 4, Almedina, Lisboa, 2016, pp. 952-954;

⁶⁷⁵ Miguel Brito Bastos, *idem*, p. 201.

⁶⁷⁶ Manuel Carneiro Frada, *idem*, pp. 374.

⁶⁷⁷ Cfr., sobre as dificuldades probatórias deste pressuposto, Miguel Brito Bastos, *idem*, pp. 200-207.

Já relativamente aos restantes pressupostos a sua verificação é tendencialmente uma tarefa mais facilitada, uma vez que, não são mais que manifestações diretas da existência de uma concreta situação de confiança. Desde logo, na justificação da existência de uma situação de confiança já apurámos que diz respeito aos factos segundo o qual concluímos ter assentado a própria constituição da situação de confiança. Ou seja, no juízo psicológico que dentro do parâmetro do homem médio o beneficiário formulou a sua convicção ou crença de poder e dever confiar na contraparte, por força da presença de elementos objetivos. A justificação da situação de confiança será variada se residir na circunstância de terem em concreto existido factos externos de modo tal que permitiram a formulação desse juízo psicológico de confiança na informação prestada.

Após esse juízo justificado de confiança é necessário que o seu beneficiário tenha efetivamente intervindo no quadro negocial em conformidade com a informação que efetivamente lhe foi confiada⁶⁷⁸. A isto corresponde o chamado investimento da confiança, assente na lógica de quem reclama danos tenha baseado toda a sua atuação em dependência da confiança devida. Assim, como deve ser imputada a formação da situação de confiança à própria contraparte obrigada ao cumprimento dos deveres de informação, devendo a confiança ter sido transmitida por facto do obrigado. Algo, que se verifica quando quem presta as informações o faz com a consciência de que a outra parte irá depositar confiança justificada nos factos prestados ou informados.

Expressos os pressupostos da responsabilidade pela confiança podemos aplicá-los a contexto prático dos casos dos lesados pela falta ou uso enganoso de informação, como o caso BES ou BANIF. Quanto à existência de uma situação de confiança, não há dúvidas que esses clientes bancários depositaram uma confiança nas declarações informativas e nos esclarecimentos prestados pelo banco na negociação da aquisição de produtos financeiros de investimento. Podendo esta situação ser aliás facilmente provada a partir dos elementos de facto constitutivos do contexto negocial em causa, para tal basta observar que na sua grande maioria tratava-se de clientes longa duração das instituições financeiras visadas e que viam na figura dos seus chamados ‘gestores de conta’ uma

⁶⁷⁸ Esta imposição da responsabilidade pela confiança tem de ser justificável segundo parâmetros normativos e não por uma mera imputação empírica. Ou seja, a responsabilidade pela confiança deve se basear na conduta de alguém no âmbito do desenvolvimento da sua atuação fora do quadro da autorresponsabilidade da outra parte. Cfr. João Baptista Machado, *idem*, p. 415.

ampla confiança no depósito e rentabilidade das suas poupanças na contratação de produtos e serviços prestados pelo banco.

Havia, assim, uma clara situação de confiança entre os clientes e o banco, da mesma forma que se encontrava justificada essa confiança. Dado, como referido o banco assumir uma posição de especialista/profissional no mercado, aqueles que com ele contratam esta em regra, sobretudo no caso dos investidores não qualificados (como se classificam esses lesados do BES ou BANIF), estão numa posição de inferioridade cognitiva própria ao aturem num mercado que não dominam desde logo pela complexidade própria do seu funcionamento⁶⁷⁹. Ou seja, fatores, como a assimetria informativa sobre o funcionamento do mercado financeiro e a própria complexidade (para um leigo) dos produtos financeiros oferecidos pelo banco são válidos fundamentos objetivos da constituição de uma situação de confiança.

Deste jeito, os clientes do BES e do BANIF foram levados a assumir, por força da confiança constituída em torno de todo o elenco informativo fornecido pelos respetivos bancos no momento da contratação, que iriam ser sempre reembolsados do seu investimento, por o mesmo ter sido (erroneamente ou falsamente) garantido pelo intermediário financeiro⁶⁸⁰. Tendo sido por esta conduta direta do intermediário que os clientes-lesados formataram a sua convicção em investir em determinado produto, sendo a conduta do banco o nexa causal da confiante transmitida e segundo a qual assentou a formação da sua vontade em contratar (do investimento de confiança)⁶⁸¹.

⁶⁷⁹ Neste sentido, o Governador do BdP, na Audição Parlamentar N° 309-COFAP-XII, de 18/07/2014, sobre o caso BES, declarou a propósito da situação dos chamados lesados do papel comercial que o BdP entendia “*por razões de responsabilização ou reputacional (...) que o banco, para não acontecer o que aconteceu no caso do BPP ou noutros casos, deve estar preparado para reembolsar, dado que os investidores não sabiam separar, vamos presumir, um depósito dum papel comercial, e é isto que está aqui em causa*” (sublinhado nosso). Cfr. o seguinte link sobre esta audição na Comissão Parlamentar de Orçamento, Finanças e Administração Pública: <http://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheAudicao.aspx?BID=98160>.

⁶⁸⁰ A propósito do caso dos lesados do BES, em intervenção na Audição Parlamentar N° 381-COFAP-XII, de 21/04/2015, o Presidente da CMVM afirmou que “*os investidores (do BES/GES) terem comprado Papel Comercial com informação que não era verdadeira, não era verdadeira, e nisso estão todos em situação de igualdade, desde já, e de lhes ter sido dito repetidamente que aquilo era uma responsabilidade do Banco Espírito Santo pelas mais diversas vias, desde a constituição inicial na ESFG, desde a constituição na provisão do BES, desde a declaração da comissão executiva do BES, até às declarações sucessivas à resolução*”. Cfr. o seguinte link sobre esta audição na Comissão Parlamentar de Orçamento, Finanças e Administração Pública: <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheAudicao.aspx?BID=99976>.

⁶⁸¹ É este o entendimento expresso por António Menezes Cordeiro, quando considera no caso BES que a atuação do banco e do próprio BdP “*contribuíram para a confiança gerada*”. Cfr. António Menezes Cordeiro, Da responsabilidade pelo reembolso do papel comercial emitido pela ESI e pela Rio Forte S.A.,

Pois, atendendo à qualidade profissional e competências dos bancos, os seus clientes comuns (consumidores) não tinham razões em duvidar da putativa seriedade, veracidade, licitude e atualidade das declarações e condutas destes. E foi pelo facto de a informação prestada pelos bancos não corresponder ao respeito que se imponha no âmbito contratual dos ditames da boa fé, que resultou no comprometimento do resultado do investimento feito pelos consumidores com base na confiança que na lealdade e diligência do (seu) banco, ao se gerar uma confiança normativamente justificada⁶⁸².

Isto significa que, também o último pressuposto da proteção da confiança se encontra preenchido, pois a frustração da situação de confiança é reconduzível ao banco pelo facto de terem agido de uma forma no mínimo pouco diligente e leal nas declarações informativas que prestaram aos seus clientes. Uma vez que, como referido anteriormente, foram violados efetivos deveres acessórios de informação e, deste modo, a sua conduta foi ilícita e censurável à qual se podem imputar os danos decorrentes da quebra da confiança estabelecida na relação jurídica com os clientes-lesados.

Por fim, preenchidos os referidos pressupostos, encontram-se reunidas as condições para uma responsabilização pela confiança. Porém, esses pressupostos apenas foram formulados para servir de critério ou fundamento à ilicitude da violação de deveres acessórios de informação para o fim de permitir aplicação de uma sanção indemnizatória⁶⁸³. Sendo, ainda, posteriormente necessário o preenchimento dos pressupostos da responsabilidade civil, nos termos do regime geral do CC⁶⁸⁴. Tendo, em conta o analisado nos pontos anteriores, estado em causa violação de deveres acessórios imposto pelo dever de atuar de boa fé no quadro da constituição e cumprimento de um vínculo contratual, à partida a modalidade da responsabilidade civil será obrigacional.

Estudo elaborado a pedido da CMVM, Lisboa, 2015, p. 109, disponível em <http://cdibes.pt/wp-content/uploads/2017/09/Parecer-Menezes-Cordeiro-Responsabilidade-do-Novo-Banco.pdf>.

⁶⁸² Manuel Carneiro da Frada defende para estes tipos de casos a existência de uma presunção de uma parte ter sido influenciada na sua decisão de aquisição por força do parecer emitido por uma entidade com poder no mercado e, “*se a atitude de confiança corresponder a uma atitude verificáveis em circunstâncias deste género, se deverá admitir uma inversão do ónus da alegação e prova da situação de confiança e da sua causalidade em relação ao investimento feito pelo confiante, ao menos se esse investimento corresponder ao tipo de investimento esperável em circunstâncias semelhantes para quem age com a diligência exigível naquele género de situações*”. Cfr. Manuel A. Carneiro da Frada, Uma Terceira via no Direito da responsabilidade civil? O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores de sociedades, ob. cit., p. 105.

⁶⁸³ Não sendo a tutela dos deveres de informação reconduzida apenas a uma tutela indemnizatória, cfr. supra. ponto 4.3. do capítulo III.

⁶⁸⁴ Miguel Brito Bastos, *idem*, p. 198; Tânia de Freitas Andrade, *idem*, p. 953.

Em todo o caso, esta chamada responsabilidade pela confiança terá apenas uma forma subsidiária à supra analisada responsabilização bancária e dos intermediários financeiros, apenas havendo o seu recurso quando não seja possível seguir o traçado no ponto 1. do presente capítulo. Como poderá ser para o caso da imputação dos danos causados a terceiros por auditores⁶⁸⁵ ou da problemática da transferência da obrigação de reembolso aos clientes de retalho do BES de papel comercial do GES na sequência da medida de resolução tomada pelo BdP⁶⁸⁶. Assim, como permitirá em casos de exclusão da responsabilidade a impossibilidade de o devedor prevalecer-se disso para afastar a sua responsabilidade, se estiver em causa uma relação jurídica assente numa situação de confiança e a violação de deveres acessórios de conduta frustrou de modo danoso o investimento nessa confiança. Portanto, se assim for a responsabilidade pela confiança não estará coberta por qualquer hipótese de exclusão da responsabilidade, caso contrário estaríamos a defender uma solução violadora do princípio da tutela da confiança e consequentemente contrária à boa fé⁶⁸⁷.

No entanto, mesmo que esta temática dos pressupostos da responsabilidade pela confiança não funcione como fundamento de responsabilização, permite de qualquer forma caracterizar e fundamentar as situações de incumprimento e da própria cominação do dever de informar. Isto porque, como mencionado no ponto anterior, o incumprimento nestas situações relacionadas com quebra da confiança assumida numa qualquer relação jurídica corresponde sempre a manifestações subjetivas e objetivas da boa fé – *da realidade da confiança como um dos fatores materiais da boa fé*⁶⁸⁸.

Logo, a ideia a reter é que a criação pela instituição financeira (ou seu intermediário financeiro) de uma situação de confiança na prestação de informações (desde logo pela própria natureza característica dos recados financeiros, gera a cominação de deveres de índole informativa. De deveres (acessórios) que correspondem ao dever de atuar de boa fé, imposto legalmente e concretizado no âmbito contratual, que visam precisamente promover a adequada formação e/ou execução do contrato e que se insere na relação jurídica (negocial) instituída entre as partes. Possibilitando a garantia de existência de

⁶⁸⁵ Manuel A. Carneiro da Frada, *idem*, pp. 102-111.

⁶⁸⁶ José M. Gonçalves Machado, *idem*, pp. 429-480; António Menezes Cordeiro, Da responsabilidade pelo reembolso do papel comercial emitido pela ESI e pela Rio Forte S.A., Estudo elaborado a pedido da CMVM, ob. cit., pp. 111 ss.

⁶⁸⁷ José M. Gonçalves Machado, *idem*, p. 480; António Menezes Cordeiro, *idem*, ob. cit., pp. 109-110.

⁶⁸⁸ António Menezes Cordeiro, Da boa fé no Direito Civil, ob. cit., p. 1250.

condições essenciais às partes em conformarem a sua vontade com o seu respetivo comportamento, através da disponibilização de informações consideradas essenciais e devidas por uma parte a outra para essa correta formação da vontade (mitigando a influência da assimetria informativa).

Caso não se verifique a prestação de informação, ou seja, prestada de modo contrário ao disposto no n.º 1 do art. 7.º do CVM, diremos que foi frustrada a relação de confiança a partir da violação do dever de atuar de boa fé. Sendo, sempre a imposição de uma relação de confiança nos moldes e fundamentos supra referidos causa da cominação de deveres acessórios de conduta e uma decorrência da regra de conduta segundo a boa fé, concretizado pelo princípio da tutela da confiança que em caso de incumprimento pode dar lugar à responsabilização pela confiança.

2.4. Mecanismos alternativos de proteção dos lesados pela falta ou uso enganoso de informação

Na sequência do referido a propósito da responsabilidade pela confiança, verificámos que em casos como os dos lesados do BES ou do BANIF encontram-se reunidos elementos suficientes para se chegar a uma outra via, independente da indemnização direta a respeito da responsabilidade civil por violação de deveres acessórios de informação e/ou da violação por normas de proteção. E para além do disposto a respeito da responsabilidade pela confiança, podem existir, ainda, outras hipóteses distintas das consequências de imposição de uma obrigação de ressarcimento de danos, como o recurso ao regime dos vícios da vontade⁶⁸⁹.

Ou seja, se forem desconsideradas as hipóteses dos clientes-lesados (consumidores) terem direito a uma indemnização a cargo da instituição financeira (seja no caso em concreto como intermediário financeiro ou emitente das obrigações, ou, em caso de falência da instituição, os responsáveis (administradores) pelo seu colapso financeiro), teremos sempre outras formas de proteção das vítimas do abuso de uso de informação falsa ou enganosa. Nomeadamente, porque o desrespeito pelos deveres de informação, em especial no momento da formação dos negócios subjacentes à constituição do

⁶⁸⁹ Cfr. Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda Barbosa, *Direito civil e sistema financeiro*, ob. cit., pp. 106 ss.

determinado investimento, importa para os casos de responsabilização civil, mas também para o apuramento da invalidade do negócio jurídico⁶⁹⁰.

Assim, sendo, como fundamento para a invalidação do negócio jurídico viciado por uso de informação falsa ou enganosa, importa considerar as seguintes alternativas: i) nulidade do contrato por ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública; ii) anulação do contrato celebrado com dolo; iii) anulação do contrato celebrado, celebrado com base em erro; iv) resolução do contrato por alteração das circunstâncias;

Passaremos de seguida à distinção da aplicação de cada uma destas hipóteses, como da sua posterior conjugação com o escopo da responsabilização e de outros mecanismos de proteção dos lesados, por abuso de informação quando estes assumem a posição de consumidores.

2.4.1. Nulidade do contrato por ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública

Neste ponto não estamos, ainda, em sede da invalidade dos negócios jurídicos com base em vícios da vontade, mas consideramos que, importa na análise de mecanismos alternativos de proteção dos lesados pela falta ou uso enganoso de informação, também verificar a viabilidade da hipótese do próprio contrato em causa estar, desde logo, ferido de nulidade por o seu objeto ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública, nos termos do n.º 1 e 2 do art. 280.º do CC.

Relativamente à contrariedade à lei, atendendo ao disposto no n.º 1 do art. 280.º, o recurso a esta hipótese está dependente da existência de uma norma cujo da sua estatuição resulte uma proibição de contratar, no caso objeto do presente estudo de uma proibição de contratar num quadro de utilização ou abuso de informação falsa ou enganosa.

Porém, não esta uma opção que faça de todo sentido, pois o objeto do contrato não será de todo contrário à lei, embora seja fundado em informação contrária aos padrões

⁶⁹⁰ É esta uma hipótese considerada na jurisprudência, v., a título exemplificativo, o Ac. do TRL, de 14/09/2017, processo n.º 6909/16.2T8LSB-2, relator Pedro Martins, disponível em www.dgsi.pt. No qual não se desconsidera a legitimidade de um pedido de declaração da anulação da subscrição de uma aplicação financeira com o fundamento em erro sobre o objecto do negócio e sobre o destinatário da subscrição nos termos dos arts. 251.º e 247.º do CC. Apenas se julga o pedido improcedente por no caso ter sido ultrapassado o prazo, nos termos do n.º 1 do art. 287.º do CC, o prazo de um ano subsequente à cessação do vício em causa para arguir a anulabilidade do negócio.

impostos no n.º 1 do art. 7.º do CVM. Pensemos, mais uma vez, no caso BES ou BANIF, em que medida o objeto do contrato de compra e venda de títulos ou obrigações emitidas por uma determinada sociedade será contrário à lei? Não é possível identificar uma qualquer norma que estatui uma proibição em realizar esse tipo contratação, para de seguida se verificar a violação do objeto contratual.

Logo, o contrato não poderá ser considerado nulo com base nesse fundamento da contrariedade à lei do seu objeto, porque não é possível de admitir como sendo uma qualidade intrínseca de contrariedade à lei, o facto da informação disponibilizada aos investidores não corresponder de modo atual, real e verdadeiro aos títulos ou obrigações objeto do contrato.

Em todo o caso, mesmo não exigindo uma incompatibilidade ou colisão entre o conteúdo negocial, poderá existir uma expressa incompatibilidade legal do conteúdo de cláusulas contratuais. Quando, assim for, essas estipulações legalmente impossíveis devem se ter como não escritas e não produzindo efeitos⁶⁹¹. Ficando, à partida, a nulidade dessas cláusulas circunscrita a elas mesma, não se estendendo a invalidade para contrato como um todo, salvo se não se encontrarem reunidas, nomeadamente por exigências de boa fé, as condições de redução nos termos do art. 292.º do CC⁶⁹².

Pode é não sendo o conteúdo do contrato contrário à lei, ser desconforme aos bons costumes e à ordem pública, nos termos do referido n.º 2 do art. 280.º do CC. No caso do Direito bancário ou no dos valores mobiliários podemos equacionar a hipótese de abranger esta hipótese nas situações de decrépito dos códigos de conduta e deontológicos aplicáveis de modo direto e imediato para a atuação do prestador de serviços financeiros⁶⁹³. Mas, a hipótese de nulidade por inobservância de deveres de deontológicos ou profissionais não encontra alguma sustentação na letra das normas que sustentam tais

⁶⁹¹ Isto mesmo foi anteriormente referido a propósito da contratação com base em cláusulas contratuais gerais, nomeadamente em matéria das cláusulas proibidas como disposto na LCCG, nos termos dos arts. 18.º a 22.º. Supra ponto 3. do capítulo II.

⁶⁹² Nos termos do n.º 1 e 2 do art. 13.º e art. 14.º da LCCG cabe ao investidor (enquanto aderente) optar pelo regime da nulidade com hipótese de redução ou manutenção do contrato, salvo se a manutenção não for possível por exigências de boa fé. Embora invariavelmente os custos associados à hipótese de se intentar uma ação com o fim de fazer valer a nulidade de alguma cláusula e recuperação dos contratos singulares atingidos é muitas vezes desconsiderada no domínio dos negócios correntes. Cfr. António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, ob. cit., pp. 518-519.

⁶⁹³ Cfr., sobre a dimensão contratual em matéria dos bons costumes corresponder a regras de conduta profissional, António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 350-351; Pedro Pais de Vasconcelos, *Teoria geral do Direito civil*, 8ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015, pp. 586-588.

condutas, quanto muito, como supramencionado podem é essas normas valerem enquanto normas de proteção para efeitos de responsabilidade aquiliana⁶⁹⁴.

Por outro lado, recentemente a nossa jurisprudência tem considerado inválidos os contratos sempre que aquilo a que as partes se vincularam se demonstre ser gravemente injusto do ponto de vista de um mínimo de justiça que é irrenunciável para qualquer ordem jurídica. Ou seja, por razões de ordem pública é apontada uma limitação à autonomia privada no sentido da imposição de dever, sempre fundada na boa fé contratual ou pré-contratual, em não se celebrar um contrato que seja claramente excessivo ou contrário aos interesses de uma das partes (como será a comercialização de produtos indesejado ao perfil de terminada categoria de investidores – exemplo preciso dos lesados do caso BES ou BANIF).

É aliás esta uma temática que ganha uma natural relevância no âmbito da intermediação financeira, pois entendo à relação obrigacional assumida entre o intermediário e o seu cliente, é questionado se será legítimo este agir como se estivesse a vender a *corda ao suicida, mesmo argumentando-se que se o informou do perigo que se corria*⁶⁹⁵. Seguindo-se a lógica da anulação dos negócios usurários como disposto no n.º 1 do art. 282.º do CC, de quando alguém, explorando a situação de necessidade, inexperiência, ligeireza, dependência, estado mental ou fraqueza de carácter de outrem, obtiver deste, para si ou para terceiro, a promessa ou a concessão de benefícios excessivos ou infundados⁶⁹⁶. Se assim for, o prestador de serviços financeiros violou o dever de não celebrar um *contrato usurário, lesivo ou contrário aos bons costumes*. Podendo tal situação também dar lugar responsabilidade pelo dano da celebração e vigência desse contrato, nomeadamente através da revogação do contrato a título indemnizatório – n.º 1 do art. 566.º do CC⁶⁹⁷.

⁶⁹⁴ António Menezes Cordeiro, *idem, ibidem*. V. Supra ponto 4.3. do capítulo III.

⁶⁹⁵ Expressão utilizado em Manuel Carneiro da Frada, A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros, ob. cit., p. 407.

⁶⁹⁶ Uma alternativa à nulidade do negócio jurídico com base na contrariedade do seu fim à lei ou à ordem pública ou ofensivo dos bons costumes, na medida que, nos termos do art. 281.º do CC é necessário que o fim seja comum ambas as partes. V. António Menezes Cordeiro, *idem, ibidem*.

⁶⁹⁷ Correspondendo a situações relacionadas com um vínculo contratual, inserem-se no quadro da responsabilidade obrigacional e, assim, por força do n.º 2 do art. 304.º-A do CVM para os intermediários (ou do n.º 1 do art. 799.º do CC para os prestadores de serviços financeiros em geral) caberá ao sujeito que putativamente agiu em usura a prova do seu contrário, da não exploração da debilidade da outra parte ou de uma causa legítima de justificação do contrato. Neste sentido, focado na responsabilidade do intermediário, cfr. Manuel Carneiro da Frada, *idem*, pp. 407-409.

Esta referência aos bons costumes e à ordem jurídica têm vindo a ganhar relevância a partir das decisões judiciais dos muito mediatizados na opinião pública casos dos contratos de swap celebrados entre o banco *Santander Totta* e várias empresas portuguesas de transportes de Lisboa e Porto. Referirmo-nos às decisões judiciais que, nos termos dos arts. 280.º e 281.º, declararam nulos os contratos swap por consistirem na *ofensa importante à ordem pública*, na comercialização de instrumento financeiro que funciona nada mais nada menos de um modo semelhante ou similar ao jogo ou aposta (com uma natureza puramente especulativa)⁶⁹⁸.

Estes casos são identificados como sendo uma situação de contrariedade à lei do objeto ou fim negocial (art. 280.º do CC), ao se alegar a ilicitude dos swaps meramente especulativos pelo facto de estes não visarem o fim típico associados a este tipo de contratos. Em vez de visarem cobrir um qualquer risco pré-existente de variações ou flutuações de certas operações económicas ou financeiras, assumirem apenas um fim semelhante ao do jogo ou da aposta, levantando se por isso a questão da sua eventual invalidade à luz do previsto no artigo 1245º do CC⁶⁹⁹.

Nas palavras de Lebre de Freitas, tratar-se-á de um *negócio nulo por ilicitude da causa*, pois não é possível ao caso aproveitar o princípio da liberdade de negociar e estipular perante negócios atípicos (como é o caso dos swaps especulativos), que tem como limite o modo como são reconhecidos pela ordem jurídica, que surge como contrapeso à essa vontade autónoma de contratar e estipular. Só havendo reconhecimento do negócio jurídico circunscrito aos tipos que a lei especificamente tolere. Isto é, quando a "*ordem pública tolera, autoriza ou não proíbe este tipo de contratos, na medida em que há um interesse social em utilizar ou canalizar uma paixão humana*", ou então, caso contrário não o tolera ou permite porque a "*tolerância administrativa não justificar um contrato que é, em si mesmo, imoral*". E é isto mesmo que, ocorre no caso do jogo e da aposta, com a lei a reprová-lo, salvo exceções especiais, este tipo de "*alterações patrimoniais economicamente injustificadas e estéreis que resultam numa perda muitas vezes fatal*

⁶⁹⁸ Cfr. Ac. do STJ, de 29/01/2015, Processo nº 531/11.7TVLSB.L1.S1, Relator Bettencourt de Faria; Ac. do TRL, de 21/03/2013, Processo nº 2587/10.0 TVLSB.L1-6; Ac. do TRL, de 13/05/2013, Processo nº 309.11.8TVLSB.L1-7; (todos disponíveis em www.dgsi.pt.)

⁶⁹⁹ Neste preciso sentido, v. por exemplo, J. Lebre de Freitas, Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração de Circunstâncias, ob. cit., pp. 947-948; Hélder Mourato, O contrato de swap de taxa de juro, ob. cit., pp. 45-61.

para aquele que perde, atribuindo à outra parte ganhos que não pode ter moralmente, justificação”⁷⁰⁰.

Havendo uma clara aproximação com as finalidades do jogo e da aposta, dada a procura de por quem o celebra ser de obtenção de ganhos através da criação de uma nova posição no mercado. Significa que, se está a contratar verdadeiros contratos de risco puro, ou seja, a determinação de quem ganha ou perde determinado direito ou obrigação de pagar certa quantia à outra parte contratual depende de um fator de risco endógeno, com origem a partir da celebração do próprio contrato em causa e independente de qualquer outro interesse direto para os contraentes que não seja a possibilidade de ganho.

Tendo, os contraentes contratado com uma vontade contratual idêntica aquela que está associada às situações de jogo e aposta, onde não se pretende acautelar taxas de juro excessivas (um risco exógeno ao contrato), mas há meramente um fim especulativo, em que o contrato mais não serve para atribuir um benefício a uma das partes e correlativo prejuízo a outra, sendo, no momento da celebração contratual, ainda incertos quem será o beneficiário e o prejudicado, algo que dependerá de uma circunstância externa as partes contratuais⁷⁰¹.

Posto isto, se dirá então que, sempre que um swap não funcione como instrumento de cobertura de um risco pré-existente, exógeno, real e decorrente do desenrolar da normal actividade económica, não sendo mais que pura especulação financeira, verifica-se uma fuga ou descaracterização ao modelo legal do swap e, consequentemente sobressai a necessária aplicação da exceção de jogo e de aposta presente no art. 1245.º do CC.

Da qual resulta a invalidade deste tipo de swaps na medida que, não correspondem a nenhum caso de contratos de jogo e aposta aceites pela lei como excecionalmente lícitos, uma vez que tais tipos de contratos só são lícitos caso haja uma norma especial que admita ou tolere determinado tipo de jogo ou aposta, algo que não se verifica na nossa ordem jurídica para o caso dos swap meramente especulativos. Não sendo, esses swaps nem válidos nem capazes de constituírem obrigações naturais, não preenchendo a exceção

⁷⁰⁰ Cfr. Lebre de Freitas, *idem*, pp. 953-954 (em especial nota 23).

⁷⁰¹ Nesta linha, Hélder Mourato manifestou-se ativamente pela nulidade destes contratos por ilicitude de causa ao ocorrer um desvio de função dos swaps meramente especulativos. Apontando nesse sentido, que se tratam de um caso onde se está já fora da fronteira onde a 'especulação é lícita, a lei não a veda e a moral a admite', uma vez que a especulação não pode ser um fim em si mesmo e, daí depende a admissibilidade na ordem pública da actividade especulativa. Cfr. Hélder Mourato, *idem*, p. 61.

disposta no art. 1245.º do CC, ao não se encontrar nenhum vestígio no nosso ordenamento jurídico onde se possa concluir pela licitude da aposta na evolução de taxas de juro ou de câmbio⁷⁰².

Em todo o caso, não é esta uma questão inteiramente pacífica na nossa doutrina⁷⁰³ e jurisprudência⁷⁰⁴, mas também não nos cabe aqui analisar a questão dos swaps especulativos equiparáveis às situações de jogo e aposta. Aquilo que realmente pretendemos a partir deste exemplo é sublinhar a possibilidade da aplicabilidade do art. 280.º do CC, quando seja possível identificar num caso concreto uma situação de celebração e execução de um contrato considerado usurário, lesivo ou contrário à lei, bons costumes e ordem pública.

No caso dos ditos clientes bancários lesados por celebração de determinado escopo contratual com base em informações ou esclarecimentos desadequados ao investidor ou incorretos, falsos ou enganosos, como supramencionado pode ser equacionada a sua invalidade enquanto negócios usurários (se verificados os requisitos do n.º 1 do art. 282.º

⁷⁰² Este entendimento foi acolhido e sustentado pelo Ac. do STJ, de 29-01-2015, referente ao processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1. Onde é referido na sua decisão que devem este tipo de contratos *"ser tidos como aleatórios ou, noutra perspetiva, como contratos de risco ou de imputação de risco (...) a salientar que a evolução da taxa de juro Euribor a 3 meses não depende da atuação das partes (ao invés do que sucederia num contrato de jogo), que existe um trato sucessivo nas prestações a cargo das partes e que é impossível surpreender, na factualidade provada, a finalidade lúdica comumente associada ao jogo (...) Com efeito, as prestações das partes não estão pré determinadas e dependem da evolução de uma concreta taxa de juro". Considerando ainda, que "se é certo que o risco assumido nestes swaps se consubstancia numa variação exógena às partes e, naturalmente, ao contrato, não é menos verdade que a endogenia se afirma na sua assunção por aquelas nessa sede, sem a ligação a quaisquer operações de financiamento", sendo certo que "as partes se limitaram a especular, i.e. a procurar um ganho financeiro".*

⁷⁰³ É contestada a aplicação do art. 1245.º do CC pelo facto de acordo com o art. 1247.º do CC, se excluir esse regime geral por tal só ser devidamente aplicável a determinados contratos de jogo e de aposta no caso de inexistência de qualquer legislação especial, implicando isto que na sua existência uma eventual nulidade desses contratos só pode resultar de uma contrariedade à legislação especial em causa. Situação essa, que não se verifica no caso dos swaps, ao constarem este tipo de contrato no elenco dos instrumentos financeiros regulados pelo CVM, no caso das als. e) e d) do n.º 1 do art. 2.º, al. e) e d) do CVM, valendo como legislação especial considerada aplicável aos contratos desta natureza mesmo que estes pela força das circunstâncias da sua contratação sejam qualificados como contratos de aposta. Não se deduzindo daí nenhuma invalidade, uma vez que é esta a conclusão que se pode retirar implicitamente da lei especial em causa ao nada acrescentar neste sentido, não se encontrando qualquer limitação ao fim social base da contratação de um swap. V., por todos, Carlos Ferreira de Almeida, Swaps de Troca e Swaps Diferenciais, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira, vol. I, n.º 50, Lisboa, 2015, pp. 11 ss.; J. Calvão da Silva, Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta, in Revista de legislação e de jurisprudência, Ano 142º, n.º 3979, maio-abril, 2013; pp. 253 ss.;

⁷⁰⁴ Neste sentido, v. Ac. Do TRL, de 13.05.2013, relatora Mª Rosário Morgado (*apud*, Ferreira de Almeida, Swaps de Troca e Swaps Diferenciais, ob. cit., p. 18): *"O contrato de swap é um contrato lícito, admitido e tutelado no nosso ordenamento jurídico, designadamente pelo art. 2º c) do Código de Valores Mobiliários e pela Diretiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, transposta para o nosso direito pelo Decreto-Lei nº 357-A/2007, de 31 de outubro, que alterou o CVM"*.

do CC⁷⁰⁵) ou então como contrários aos bons costumes e à ordem pública (se for considerado o contrato desproporcionado de modo capaz de gerar sacrifícios injustificados para uma das partes).

2.3.2. Anulação do contrato celebrado com dolo

Entrando no regime dos vícios da vontade, nas hipóteses onde a validade do negócio jurídico é questionada por vício ou perturbação no processo formativo da vontade de uma das partes, em primeiro lugar temos a possibilidade do recurso à anulação do contrato por dolo. Nos casos onde o investidor decidiu aceitar uma determinada opção de investimento proposta pelo banco/intermediário financeiro induzido em erro provocado por um comportamento alheio, possivelmente da própria outra parte com quem contrata. Colocando-se a questão de saber se quem contratou determinado serviço financeiro com base em informação falsa ou enganosa, conhecesse a verdadeira e correta informação, teria mesmo assim optado por celebrar esse exato negócio nas condições acordadas com prestador de serviços?

Assim, a questão a resolver reside em primeiro lugar em determinar quando efetivamente alguém foi induzido em erro numa situação de dolo e, depois de apurar se esse erro foi fundamental ou essencial na determinação da vontade de contratar, na medida que, mesmo apercebendo-se do erro o investidor/cliente não deixaria de celebrar o negócio⁷⁰⁶.

⁷⁰⁵ Pode até nem ser necessário a verificação dos requisitos subjetivos do n.º 1 do art. 282.º do CC, caso corresponda à situação em concreto disposta na remissão do n.º 2 do art. 282.º. Como será o caso, por exemplo, de existência de um pacto leonino ou da usura de juros por ultrapassagem do limite legal de juros imposto no arts. 201.º do CódCom. e 559.º, 559.º-A e 1146.º do CC. Porém, relativamente à questão dos juros usurários esta dificilmente será passível de ser clássica como contrária a lei por força de uma interpretação pela liberalização das taxas de juro bancárias consagrada no Aviso n.º 3/93 do BdP. Pois, por força dessa liberalização encontram-se dispensadas as operações ativas de bancos e sociedade financeiras dos limites de taxas de juro estabelecidos no CC e CódCom., permitindo que o *limite da usura incremental subisse indefinidamente ad infinitum*. Porém, esta orientação também não deixa de ser alvo de crítica por quem considere que o Aviso do BdP não afasta o disposto no CC e CódCom. por falta de uma norma habilitante. Contudo, mesmo assim não é totalmente excluída a hipótese da contrariedade aos bons costumes e ordem pública, se num caso concreto, em especial atendendo às características pessoais e financeiras do cliente bancário se considerar desproporcional e insuportável um determinado estabelecimento de juros superiores ao normal ou típico. Cfr., para um maior desenvolvimento, Pedro Pais de Vasconcelos, Taxas de juros do crédito ao consumo: limites legais, in II congresso de Direito bancário (coord. Miguel Pestana de Vasconcelos), Almedina, Coimbra, 2017, pp. 329, ss.

⁷⁰⁶ Quer isto dizer que só o dolo essencial conduz necessariamente à anulabilidade do negócio jurídico, desconsiderando-se o dolo incidental. Cfr. Carlos Alberto da Mota Pinto, Teoria geral do Direito civil, ob. cit., pp. 519-52; Luís Carvalho Fernandes, Teoria geral do Direito civil II, 5.ª ed., UCP, Lisboa, 2010, pp. 226-229; Pedro Pais de Vasconcelos, Teoria geral do Direito civil, ob. cit., pp. 674-677;

Neste sentido, nos termos do art. 253.º do CC, o dolo é definido como “qualquer sugestão ou artifício que alguém empregue com a intenção ou consciência de induzir ou manter em erro o autor da declaração” e no n.º 1 do art. 254.º do CC é estatuída a anulabilidade do contrato nesta situação de uma vontade determinada por maquinações ou artifícios que desvirtuam a verdade (de erro qualificado por dolo), caso se verifique a efetiva existência fundamentada de erro e a sua essencialidade na determinação da vontade do agente induzido nesse erro⁷⁰⁷.

Porém, conforme o n.º 2 do art. 253.º do CC, só será relevante para efeitos de anulação dos contratos a verificação uma situação de dolo, em que o sujeito através de um artifício ou sugestão, induza ou mantenha em erro outrem com a clara intenção ou consciência de o fazer, delimitado às situações de *dolus malus*. Não sendo consideradas as situações de mero uso de artifícios ou sugestões usuais no giro comercial de promoção e comercialização de produtos e serviços financeiros, daí que se desconsidere, nos termos do n.º 2 do art. 253.º, o caso da dissimulação do erro quando nenhum especial dever de esclarecimento resulte da lei, de estipulação contratual ou não imponha no caso em concreto por decorrência da boa fé contratual.

No caso da comercialização de produtos e serviços financeiros, nomeadamente no âmbito da negociação da captação de investimento e em especial no quadro da intermediação financeira, a adoção pelos prestadores de serviços financeiros de uma conduta dolosa contrária ao extenso e profundo elenco de deveres de informação, que tal como suprarreferido estes se encontram adstritos, dificilmente não assumirá a figura do *dolus malus*⁷⁰⁸.

Pois, atendo à especial relação de confiança subjacente à relação e, ainda para mais, no caso da fidúcia existente na atuação do intermediário financeiro conforme os interesses do seu cliente, corresponderá sempre a uma violação ilícita passível de ser qualificada como dolosa no sentido do n.º 2 do art. 253.º do CC, no caso da instituição financeira ou

⁷⁰⁷ Contudo, enquanto a generalidade da doutrina considera que para o dolo ser classificado como juridicamente relevante tem que cumprir o requisito da dupla causalidade. Isto é, tem de ser causa do erro e ser também causa determinante do negócio. Diferentemente Menezes Cordeiro considera que a anulabilidade no caso do dolo não está totalmente dependente da essencialidade do erro, pois basta que seja determinante à formação errônea da vontade por força do contributo de um qualquer artifício, mesmo que por qualquer razão accidental. Pois havendo dolo não será necessário verificar mais nenhum requisito para a conclusão da errada representação da realidade.

Cfr. António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito Civil, vol. II, ob. cit., p. 814;

⁷⁰⁸ Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda Barbosa, Direito civil e sistema financeiro, ob. cit., p. 118.

do seu intermediário financeiro desrespeitar intencionalmente ou conscientemente o cumprimento das obrigações prévias de informar (e esclarecer) a outra contraparte com o fim de a induzir em erro e, assim, conseguir a obtenção ou captação de um determinado investimento.

Será, por exemplo, o caso da transmissão ou prestação ao cliente de informações incorretas e falsas ou enganosas sobre dados e factos fundamentais à formação da vontade de contratar, como são as informações sobre a capacidade e situação financeira da instituição alvo do investimento (do emitente), sobre a real previsão da rentabilidade financeira do investimento e relativas ao tipo de contrato subjacente ao investimento ou ao tipo de instrumento financeiro contratado.

No fundo, corresponderá de modo generalizado às situações alegadas pelos ditos lesados do BES, de que foram convencidos pelo banco (agindo como intermediário financeiro) que estariam a subscrever um instrumento financeiro de risco (muitas vezes de um simples depósito a prazo) da esfera do próprio BES, mas na verdade acabaram por subscrever um instrumento de risco distinto daquele que pretendiam efetivamente contratar, assim, como se tratava na realidade de papel comercial da ESI ou da Rio Forte SA, independente financeiramente da esfera do BES. Ou seja, os ditos lesados procuraram investir as suas poupanças em produtos financeiros em que os ganhos gerados não apresentassem risco de perda do montado aplicado, tendo só aceitado investir e realizar a aplicação financeira propostas pelo BES com base na comunicação por este de que tal ação não acarretava risco de perda, mas acabaram por contratar desconhecendo que estavam a alienar ações de empresas⁷⁰⁹.

Assim, podemos estar claramente na presença de uma atuação dolosa⁷¹⁰, tal como prevista como nos termos do art. 253.º do CC e muito provavelmente se os clientes bancários lesados tivesse tido conhecimento da verdade e posse da informação sem a utilização por parte do banco de sugestões e artifícios para induzir em erro a prestação da declaração da vontade, nomeadamente sobre o risco associado ao seu investimento e a própria situação financeira do emitente, nunca teriam estes concluído pela celebração desses negócios (n.º

⁷⁰⁹ V. por exemplo, factos dados com provados na sentença do Tribunal da Comarca de Santarém, da secção civil n.º 55 da instância central, de 7 de julho de 2016 que condenou o NB a pagar a um lesado a totalidade dos valores investidos em produtos de poupança. Disponível em <http://cdibes.pt/wp-content/uploads/2017/07/sentenca-Santarem.pdf>

⁷¹⁰ Por violação do n.º 1 a 3 do art. 304.º e n.º 1 do art. 312.º-A do CVM e do n.º 1 do art. 77.º do RGICSF.

1 do art. 254.º do CC). Tendo esses clientes a legitimidade para arguir a anulabilidade do contrato, dentro do prazo de um ano subsequente à realização do negócio, conforme disposto no art. 287.º do CC, com o Direito a ver restituído, em princípio, a soma de quanto tiverem investido⁷¹¹.

Contudo, isto só vale para as hipóteses de comercialização e negociação *face-to-face*, nas quais o contrato é celebrado diretamente entre as partes, com uma flagrante violação dos deveres determinados na lei, a partir do recuso de artifícios ou sugestões erronias ou falsas em o intuito de influenciar positivamente à vontade do investidor no negócio. O mesmo já não se configura na hipótese de ocorrerem negociações distintas que afastem qualquer possibilidade da formação da vontade contratual dependente de uma conduta dolosa da contraparte, como é o caso das negociações puras do mercado bolsístico, caracterizado pelo anonimato das negociações⁷¹².

Neste caso, o facto de as partes contratantes não terem qualquer tipo de prévio contacto (direto) entre si, é um obstáculo à consideração de alguém ter aceitado determinado negócio jurídico unicamente por consequência de uma atuação dolosa por parte da outra contratante (neste caso falaremos de um dolo omissivo). Uma vez que, não existindo efetivos contactos prévios é difícil supor que tenha ocorrido uma qualquer influência recíproca a considerar, com a decisão de contratar à partida a ser completamente livre e independente da outra parte. Não sendo, nestes casos, possível configurar uma obrigação de informar derivada da boa fé, pois apenas se contrata com base nas informações que a entidade emitente divulga no mercado em geral⁷¹³.

⁷¹¹ Porém, a verificação do dolo pode variar conforme a estrutura negocial em causa, nomeadamente tendo em conta que nos casos dos lesados do BES ou do BANIF a relação contratual incide no âmbito da intermediação financeira. Na esteira de Mafalda Miranda Barbosa, devemos distinguir para estas situações três cenários: i) o investidor tem um intermediário financeiro diverso ao qual dá uma ordem de subscrição ou com quem celebrou contrato de gestão de carteira; ii) o intermediário financeiro do emitente é o mesmo ao qual o investidor deu a ordem de subscrição e celebrou um contrato de gestão de carteira; iii) o intermediário financeiro do emitente assumiu o risco de colocação (com garantia) dos valores mobiliários no mercado; Cfr. Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda Barbosa, *Direito civil e sistema financeiro*, ob. cit., pp. 117-121.

⁷¹² Embora a obrigação de registo e documentação esteja consagrado no CVM, anda há espaço para o anonimato, nomeadamente durante processo de negociação, no que diz respeito à identidade dos membros de um mercado que tenham introduzido ofertas que permanecem anónimas para os restantes participantes no mercado. Cfr. arts. 198.º ss. do CVM.

⁷¹³ Embora sobre o caso de uso de informação privilegiada, mas cujo este aspeto também se aplica no caso do uso de informação falsa ou enganosa, v. Aurora Martínez Flórez, En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores, in *Revista de Derecho mercantil*, n.º 217, Madrid, 1995, pp. 953-1006. Contudo, este tipo de negociação não é dirigido para o

2.3.3. Anulação do contrato celebrado com base em erro

No caso de não se verificar uma situação dolosa, há ainda a possibilidade de recurso ao erro, enquanto vício da vontade, para procurar invalidar o contrato e obter o ressarcimento e/ou compensação da situação viciada. Referirmo-nos aos casos onde o investidor contratou com base numa incorreta ou inexata perceção ou representação da realidade, sem que essa situação de erro tenha isso intencionalmente ou conscientemente responsabilidade da instituição financeira / intermediário financeiro.

Este erro que, afeta a formação da vontade negocial, refere-se à modalidade de erro sobre a pessoa ou sobre o objeto do negócio do art. 251.º do CC, embora também possa recair num erro sobre os próprios motivos da base negocial relevantes na determinação da vontade de contratar, enquadrado no art. 252.º do CC. Contudo, considera-se que esse erro é subsidiário ou residual do primeiro erro referido e, só será aplicável caso não se verifique esse em primeiro lugar^{714 715}.

No caso de erro sobre a pessoa, de uma desconformidade entre a realidade e o conhecimento ou perceção que a parte tem da pessoa da outra parte ou das suas qualidades. Será o exemplo de um cliente de retalho contratar nos balcões de um banco desconhecendo estar a investir em instrumentos financeiros que não são emitidos pelo próprio banco, estando na realidade a subscrever instrumentos financeiros cujo emitente é distinto do intermediário financeiro (o banco), com uma situação financeira e mecanismo de proteção e garantia distintos dos apresentados às próprias dos bancos.

Já o erro sobre o objeto tem uma grande amplitude, abrangendo o objeto propriamente dito, como também suas qualidades e até o seu valor, assim como a natureza do negócio, sobretudo qual o regime jurídico e consequentes efeitos aplicáveis aos negócios em concreto⁷¹⁶. Corresponderá a uma hipótese de alguém, convicto de estar a investir o seu

investimento de meros investidores não qualificados, isto é, dos investidores-consumidores do mercado bancário a retalho.

⁷¹⁴ Mafalda Miranda Barbosa, *idem*, p. 121.

⁷¹⁵ De qualquer modo, neste momento vamos nos centrar apenas na modalidade de erro sobre a pessoa ou sobre o objeto do negócio, por considerarmos que esta modalidade de erro é aquela que verdadeiramente se enquadra atendendo ao objeto do presente estudo, no âmbito dos feitos de anulação dos contratemplos vícios na formação da vontade. Até, porque no n.º 2 do art. 252.º CC é remetida a hipótese de erros sobre os motivos para o âmbito da resolução ou modificação do contrato. Cfr. *Infra* 2.3.4. do capítulo IV.

⁷¹⁶ Para uma delimitação do erro sobre o objeto, v. Mafalda Miranda Barbosa, *Erro sobre o objeto do negócio jurídico*. Breves notas acerca dos critérios de enquadramento da categoria, in BFDUL, vol. 90, tomo II, Coimbra, 2014, pp. 843-871.

dinheiro numa aplicação financeira segura, semelhante a um depósito a prazo, cuja responsabilidade de reembolso depende diretamente do banco (que lho restituía logo que assim o solicitasse), mas na realidade acabou por dar ordem de subscrição de obrigações de uma sociedade (*corporate bonds*), onde o capital investido é da responsabilidade direta, incondicional e geral do emitente, não sendo garantido pelo banco (que agiu apenas como intermediário financeiro)⁷¹⁷.

Ou então, da hipótese de um determinado investidor celebra um contrato com a sua vontade viciada por não lhe ter sido explicado o funcionamento do próprio contrato. É o exemplo de um sujeito celebrar um contrato de gestão de carteira convencido de que essa é a única forma possível de investir no mercado e não pretender qualquer gestão individualizada e profissional do seu portfólio de investimento, mas apenas pretende usar o gestor para transmitir as suas ordens ou receber conselhos, desconhecendo a existência de outras figuras jurídicas mais apropriadas para o efeito, como o contrato de consultadoria para o investimento.

Verificadas uma destas hipóteses, o negócio só será anulável se respeitados os dois requisitos que a lei manda atender por força da remissão do art. 251.º para o art. 247.º do CC, são eles a essencialidade do erro e a cognoscibilidade dessa própria essencialidade. Assim, sendo em primeiro lugar, o erro deverá assentar em qualquer elemento fundamental ou acessório das qualidades pessoais da contraparte ou das substâncias do objeto do negócio, desde que, correspondam a elementos verdadeiramente essenciais à determinação da vontade de contratar, na medida que, sem estar em erro a parte nunca teria celerado o negócio ou não o teria celebrado com aquele conteúdo⁷¹⁸. E, em segundo lugar, essa essencialidade devia ser conhecida pela contraparte, de o declaratório conhecesse ou não devesse ignorar a essencialidade do elemento sobre o qual incide o erro.

Transpondo esta questão para o âmbito dos mercados financeiros, já verificamos que o conteúdo dos deveres de informação se reportam a aspetos, factos e dados informativos determinantes para a formação da vontade de quem celebra o contrato e, daí termos falado da essencialidade do dever de informação em especial para a parte contratual respeitante

⁷¹⁷ Cfr., exemplificativamente, Ac. do TRE, de 08/03/2018, processo n.º 1820/16.OT8STR.E1, relator Mário Coelho.

⁷¹⁸ Cfr., sobre a subjetividade da bitola da essencialidade António Menezes Cordeiro, Tratado de Direito civil português, vol. I, ob. cit., pp. 817 ss.

à figura dos investidores. Assim, como os prestadores de serviços financeiros estão vinculados a uma obrigação de conhecer e não poder desconhecer da essencialidade dos elementos considerados relevantes e determinante para os clientes/investidores no momento da negociação e comercialização de serviços financeiros.

Trata-se de um dever normativo⁷¹⁹ ao qual não se pode invocar um qualquer facto subjetivo justificativo do seu desconhecimento da essencialidade, dado que, como agentes profissionais do mercado todo o quadro da contratação (massificada) parte e passa, consequentemente, pela sua própria atuação e avaliação da realidade em conjugação com as características e interesses dos seus clientes. Por isso, até podem desconhecer efetivamente que a outra parte contratou induzida em erro, mas não deviam ignorar a essencialidade dos elementos ou aspetos segundo os quais o investidor fundou uma errada perceção da realidade, sobre a qual pensava estar a contratar.

No ordenamento jurídico italiano e espanhol este requisito é acompanhado pela exigência da desculpabilidade do erro, isto é de no caso concreto se provar que, mesmo o homem médio, dotado de uma razoável e normal experiência, inteligência e diligência e independentemente do seu cuidado, correr o risco de incorrer ou ser induzido em erro (seja por falta de prestação ou prestação errônea ou incompleta de elementos informativos ou por má ponderação), por força do facto do seu conhecimento e perceção da realidade estar dependente do fornecimento pela outra parte de informações sobre as características e qualidade do contexto e objeto do negócio⁷²⁰.

Isto, é algo que não é exigido na nossa lei, mas pode ajudar a justificar o porquê de o prestador de serviços financeiros não dever ignorar a essencialidade do erro. Pois, existindo um dever prévio de informar e esclarecer, o prestador de serviços não é só quem contribui para formação do erro, como a sua atuação, naturalmente e consequentemente, suscita confiança na outra parte em relação às informações prestadas. Podendo lhe ser

⁷¹⁹ Remetemos para os deveres de informação supramencionados na relação do prestador de serviços com os seus clientes/investidores (supra ponto 3. do capítulo II). Mas em especial para a atividade de intermediação financeira, sobretudo, porque por força dos referidos deveres de adequação e de conhecer o cliente, se impõe sobre o intermediário financeiro o dever de averiguar não apenas os objetivos concretos visados pelo cliente, mas ainda é do interesse deste (cliente) a receção daquele serviço de intermediação face à sua situação financeira e à sua experiência em matéria de investimento. Cfr. arts. 312.º a 324.º do CVM.

⁷²⁰ Cfr. Aurora Martínez Flórez, En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores, ob. cit., pp. 953-1006; Paulo Mota Pinto, Requisitos de relevância do erro nos princípios de Direito europeu dos contratos e no código civil português, in Estudos em homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Telles, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 44 ss.

imputada, ainda que negligentemente, o erro sobre as qualidades da pessoa e do objeto por falta de cumprimento da sua obrigação de colaboração com o outro sujeito de modo a evitar ou acautelar possíveis erros de percepção pela parte dita mais débil ou frágil.

Deste modo, aplica-se o art. 251.º do CC, particularmente nas situações onde ocorreu por parte da instituição financeira/intermediário financeiro a prestação de uma informação inexata, ou a falta de cooperação/esclarecimento necessário para se evitar uma má ponderação das informações prestadas, mas tudo isto sem alguma intenção ou consciência de querer induzir propositadamente o seu cliente em erro. Ou seja, nas situações onde o erro advenha do cumprimento negligente dos deveres de conduta, nomeadamente de prestação de informação inexata ou omissiva de informação. Partindo sempre do pressuposto que a situação de erro do investidor é independentemente de este ter assumido uma atuação dentro dos melhores padrões de diligência e cuidado que, lhe eram exigidos tendo em consideração as suas próprias características pessoais e financeiras⁷²¹.

2.3.4. Resolução do contrato por alteração das circunstâncias

Já na hipótese de no momento da negociação e celebração do contrato não se verificar uma situação de erro, provocado dolosamente ou não, não será de todo possível argumentar a invalidade do contrato com o fundamento de vício na formação da vontade. Pois, a vontade em contratar foi corretamente formada, em função da realidade que, nesse momento existia e era corretamente configurada pelas partes. Poderá se ter verificado uma alteração da realidade de modo tal que as partes perderam por completo o interesse que as levou a contratar. De num primeiro momento não se constatou qualquer erro de previsão que pudesse incluir nessas circunstâncias não se constituindo por isso uma qualquer má formação da vontade, mas por consequência de razões supervenientes, esse se veio a verificar.

Será por exemplo, o caso do BES, onde a situação de insolvência do banco por anos de má gestão só foi tornada publicada ou só se constatou no momento da aplicação de uma medida de resolução, ou então, quando se verifique uma forte instabilidade e deterioração

⁷²¹ Cfr. Mafalda Miranda Barbosa, *Direito civil e sistema financeiro*, ob. cit., p. 122 (em especial nota 185).

da situação financeira da instituição bancária como consequência de factores externos como colapso do próprio sistema financeiro e económico⁷²².

Nestes casos não se verifica um erro nos termos supramencionados, mas sim uma imprevisão sobre as circunstâncias que constituem a base do negócio, o que determina a impossibilidade de se invocar a anulação do contrato por dolo ou erro, restando ao investidor o recurso ao regime resolução ou modificação do contrato por alteração superveniente das circunstâncias, conforme os tempos do art. 437.º do CC⁷²³.

Neste preciso sentido, como anteriormente referido o erro sobre a base do negócio (disposto no n.º 2 do art. 252.º do CC) afasta-se do conceito de erro-vício presente no art. 247.º do CC, pois ao contrário desse, este funda-se num erro sobre as circunstâncias exógenas em que as partes configuram a sua decisão de contratar. E por isso, os efeitos previstos na lei não são a remissão para o regime da anulabilidade do negócio júri, mas a aplicação do disposto sobre a resolução ou modificação do contrato por alteração superveniente das circunstâncias⁷²⁴.

Contudo, a aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias tem sido alvo de um profundo debate na nossa doutrina, no qual se questiona em que medida um contrato e em que determinadas circunstâncias se encontram reunidas as condições que determinam a necessidade urgente de resolução do contrato em favor de uma das partes. Este debate tem recaído sobretudo sobre a figura dos mencionados contratos de swap, pois por força em especial do carácter aleatório deste tipo de contratos (uma característica comum à generalidade dos contratos de investimento), estes estão sempre sujeitos às alterações ou mutações constates relativamente ao contexto económico-financeiro no qual se celebrou o dito contrato, capaz de gerar grandes incertezas sobre a solvidade do mesmo⁷²⁵.

Podendo tornar-se ‘inútil’ para a prossecução ou obtenção do fim pretendido, por força desse novo contexto que se gera a partir da alteração ou do desenvolvimento de certas

⁷²² V. António Menezes Cordeiro, A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial de 2007/2010, ob. cit., pp. 577-600; e A crise e a alteração de circunstâncias, in RDC, n.º 1, Lisboa, 2015, p. 7-63;

⁷²³ Mafalda Miranda Barbosa, Direito civil e sistema financeiro, ob. cit., pp. 124-131.

⁷²⁴ Luís Carvalho Fernandes, Teoria geral do Direito civil II, ob. cit., p. 218; Pedro Pais de Vasconcelos, Teoria geral do Direito civil, ob. cit., pp. 662-667;

⁷²⁵ V., a este propósito remissões bibliográficas apresentadas por Mafalda Miranda Barbosa, *idem, ibidem* (em especial notas 192, 193 e 194).

circunstâncias relevantes para a realidade contratual⁷²⁶. Das quais, pode, assim, resultar um agravamento dos custos de transação associados ao contratos em causa para uma das partes, alterando-se o equilíbrio contratual existente e, daí então, se falar no Direito de resolução como solução para acautelar esses efeitos provocados por uma anormal alteração da circunstâncias contratuais, evitando-se nomeadamente que uma parte continue vinculada e adstrita a obrigações muito mais onerosas do que aquilo que foi ou era previsível na data da sua vinculação contratual.

Nos próprios contratos de swap, no âmbito da liberdade contratual das partes, é recorrente a estipulação de cláusulas de *termination event*, isto é, de cláusulas de força maior relativamente à verificação no âmbito da execução do contrato de circunstâncias imprevistas⁷²⁷. Segundo Clara Calheiros, este tipo de cláusula corresponde normalmente à ocorrência de duas distintas circunstâncias, ou o contrato em causa se torna ilícito ou ilegal ou se torna impossível a sua execução como foi acordada pelas partes contratuais⁷²⁸. Tais tipos de circunstâncias podem dizer respeito, respetivamente, à hipótese de alteração legislativa ou até de alteração de uma interpretação jurisprudencial que não possibilite a existência válida do acordado, ou então, a uma qualquer nova disposição administrativa que tenha como efeito a impossibilidade prática do cumprimento das obrigações estipuladas⁷²⁹.

Deste modo, são formuladas cláusulas atendendo a estas circunstâncias, assim, como podem ser formuladas pelas partes, no âmbito da sua liberdade contratual, outras cláusulas dirigidas a acautelar a alteração de outras circunstâncias, prevendo as causas justificativas de resolução antecipada do contrato. A formulação deste tipo de cláusulas contratuais visa atender ao facto do swap, como outros contratos de investimento, tendo em conta a sua natureza e características, estarem ao longo da sua vigência, como já referido, exposto a acrescidos riscos de serem afetados por repentinas mudanças

⁷²⁶ Por inútil entenda-se o início de um prejuízo que pode determinar a resolução antecipada do contrato. Por o contrato se tornar demasiado oneroso para uma das partes em virtude de novas circunstâncias inesperadas. V. Sergio Zamorano Roldán, *El Contrato de Swap como Instrumento Financiero Derivado*, Publicaciones del Real Colegio de España, 2003, pp. 265-267.

⁷²⁷ Maria Clara Calheiros, *O contrato de swap*, ob. cit., p.184.

⁷²⁸ Maria Clara Calheiros, *idem, ibidem*.

⁷²⁹ Relativamente há segundo hipótese, é por exemplo, um caso de uma inesperada alteração da lei fiscal que expõe uma das partes a uma retenção na fonte dos seus fluxos de pagamento. Havendo o agravamento dos custos de transação associados aos contratos em causa, para uma das partes, tendo se alterado o equilíbrio contratual existente, sendo a execução contratual por essa parte mais onerosa do que aquilo que foi ou era previsto.

legislativas e regulamentares. Ainda, mais se o contrato em causa se estabelecer de modo transfronteiriço, ou internacional, ficando 'refém' não apenas de uma única ordem jurídica⁷³⁰.

Posto isto, verificada uma eventual alteração das circunstâncias abre-se caminho para a reivindicação do direito de resolução do contrato, mas tal direito de resolução não é imediato e depende primeiro da impossibilidade efectiva de se alterar o contrato em causa entre as partes, do modo a adaptar-se às novas circunstâncias e contexto presente. Exigindo-se que, as partes primeiro se esforcem, agindo segundo a bitola da boa fé contratual (art. 227.º do CC) no sentido de se alterar ou modificar o contrato, sem com isso alterar a própria essência do contrato. Na sua impossibilidade prática e/ou no caso de se esvanecerem todas as tentativas aceitáveis de acordo entre as partes dentro de um certo prazo estipulado, então é aceite se proceder à resolução contratual, com o vencimento antecipado das suas obrigações.

Em todo o caso, não podemos falar só numa resolução antecipada do contrato apenas quando verificada uma alteração de circunstâncias para as situações às quais as partes previram cláusulas contratuais nesse sentido, pois mesmo na ausência de um qualquer clausurado é possível atender ou salvaguardar o interesse da parte que fruto de uma certa alteração de circunstâncias fica numa posição mais onerosa do que aquilo que foi previsto e era previsível acontecer. Esses interesses das partes são salvaguardados através do recurso para o art. 437º do CC que, consagra o regime de alteração de circunstâncias e reconhece à parte lesada pela ocorrência de uma alteração anormal de circunstâncias o Direito à modificação do contrato.

Logo, ocorrendo alguma alteração dita anormal de circunstâncias as partes podem recorrer ao previsto no art. 437º, desde que verificados os seus pressupostos. Tem a doutrina entendido de forma generalizada que para um suposto lesado se valer dos direitos previstos no art. 437º é necessário ter ocorrido uma relevante alteração de circunstâncias em que as partes fundaram a sua vontade ou decisão de contratar, se tratar de uma alteração anormal, da qual deriva uma lesão para uma das partes, não sendo algo coberto pelos riscos normais ou próprios do contrato, tornando a manutenção do contrato

⁷³⁰ Sergio Zamorano Roldán, El Contrato de Swap como Instrumento Financiero Derivado, ob cit., p. 265.

contrária aos princípios da boa fé contratual nomeadamente da confiança e segurança jurídica e não exista mora do lesado⁷³¹.

Aplicando este quadro legal às situações anteriormente citadas, às quais as partes normalmente costumam formular cláusulas permitindo ou prevendo o Direito à resolução, quando verificada a efectiva alteração dessas circunstâncias especificadas, observa-se a possível aplicabilidade do regime disposto no CC. Em especial, o caso da ilegalidade superveniente do contrato de swap por força de uma imprevisível alteração legislativa ou governamental, capaz de preencher os requisitos do citado artigo do CC anteriormente descritos.

Basta ver, que uma alteração legislativa que torne inválido ou ilegal um contrato em execução pode ser classificado como uma alteração anormal às circunstâncias em voga no momento da celebração do contrato, na medida que é impossível de prever a sua ocorrência e é excessivamente injusta e gravosa a manutenção da sua execução, pois tendo em conta os interesses das partes será algo que ofende sem dúvida os princípios da boa fé. Basta pensar o que seria obrigar-se alguém a cumprir algo que a própria ordem jurídica considera ilegítimo e ilegal⁷³².

Porém, o grande problema, em matéria de resolução dos contratos aleatórios através do instituto da alteração anormal das circunstâncias, coloca-se ao nível de saber quando uma determinada alteração de circunstâncias já esta fora daquilo que é coberto pelo normal risco associado a esses contratos. Portanto, sendo um contrato aleatório podemos ser levados a pensar que certas alterações de circunstâncias se encontram abrangidas pela *álea* do contrato, isto é, fazem parte da incerteza inerente aos efeitos deste tipo de contratos que, são sempre temporalmente dependentes de factos futuros e incertos.

Neste sentido, por exemplo, no caso de uma alteração inesperada nas taxas de juro do mercado, se pode dizer que tal alteração não poderá ser considerada para a aplicação dos efeitos do art. 437.º do CC. Pois, essa hipótese já se encontrava abrangida pelo risco inerente ao contrato e pelas próprias finalidades do negócio⁷³³. Todavia, como supramencionado não é esta uma questão pacífica na nossa doutrina, em sentido contrário,

⁷³¹ Neste sentido, cfr. Almeida Costa, Direito das obrigações, ob. cit., pp. 265-271 e Vaz Serra, Anotação ao Ac. do STJ de 17/02/1980, in Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 113º, p. 311.

⁷³² Clara Calheiros, *idem*, pp. 188-189.

⁷³³ *Idem, ibidem*.

Lebre de Freitas considera que mesmo nesses casos não se pode considerar *ab initio* excluída a aplicação do art. 437º, porque, mesmo dentro da álea contratual, poderiam verificar-se variações de tal modo consideráveis que excedam a margem razoável do risco próprio do contrato, num grau tal que as partes nunca conseguiriam prever e põe gravemente em causa o equilíbrio contratual⁷³⁴.

A favor desta posição podemos, ainda, alegar que, os contratos aleatórios são revisíveis à luz do n.º 1 do art. 437.º do CC, quando ultrapassada margem de álea em causa e sobre a qual as partes basearam a sua decisão de contratar. Porque, tendo em conta um imperativo de justiça contratual, nada legítima excluir aprioristicamente qualquer tipo de contrato da aplicabilidade do regime da resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias⁷³⁵.

De qualquer forma, entramos, assim, no debate acerca da aplicabilidade ou não do regime previsto no n. 1 do art. 437.º aos contratos aleatórios, como é o caso do exemplo debatido do contrato de swap. É certo que, no CC não há nada que expressamente atribua tal faculdade a esse tipo de contratos⁷³⁶, mas isso por si só não significa que a mera classificação do contrato de swap na categoria dos contratos aleatórios exclua a aplicação do regime do artigo 437º do CC, com base na alteração das circunstâncias⁷³⁷. E por outro lado, tem se admitido maioritariamente na nossa jurisprudência a possibilidade, ainda que de modo limitada ou excecional, de se realizar a modificação ou resolução de um contrato aleatório com base na alteração das circunstâncias, sempre que a variação registada ultrapasse consideravelmente a normal margem de risco do próprio contrato⁷³⁸.

Logo, tendemos por considerar aceitável a possibilidade de no âmbito de um contrato de swap se admitir o recurso ao estipulado no CC, pois seguindo a lógica exposta, não é aceitável excluí-lo apenas por se tratar de um contrato aleatório. Podemos é avançar que tendo em conta a características dos contratos aleatórios não será tarefa fácil justificar o

⁷³⁴ J. Lebre de Freitas, Contrato de swap meramente especulativo: regimes de validade e de alteração de circunstância, ob. cit., p. 943 ss.

⁷³⁵ V. Manuel Carneiro da Frada, Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, p. 481.

⁷³⁶ Proposta de Vaz Serra de estabelecer um regime especial para o caso especial dos contratos aleatórios na lei, não ganhou forma fora do papel, Cfr. Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias, in BMJ, 68º, 1957, pp. 293 ss. e 332 ss.

⁷³⁷ Inocêncio Galvão Telles, Manual dos Contratos em Geral, 4.ª ed., Coimbra Editora, 2010, pp. 343 ss.

⁷³⁸ Acórdão do STJ, de 10/10/2013, Processo nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1, Relator Granja da Fonseca, disponível em www.dgsi.pt.

preenchimento dos supra descritos pressupostos desse regime legal, pois será sempre necessário verificar e fundamentar quando uma determinada alteração de circunstâncias não é um normal risco-tipo, associado ao contrato em causa.

Uma das situações que, mais recentemente tem sido alvo de debate, fruto do nosso atual frágil contexto económico e financeiro, diz respeito à já anteriormente enunciada crise financeira como uma alteração de circunstâncias não coberta pelos riscos normais ou próprios do contrato. Isto porque, tendo em conta que as crises financeiras são cíclicas se poderá concluir que então, a atual crise financeira não representa uma relevante alteração das circunstâncias para fundamentar uma putativa resolução contratual, à luz do artigo 437º, número 1, do CC.

Porque, na medida que, a ciência económica tem demonstrado o comportamento cíclico de ocorrência de crises, podemos ser levados a pensar que a sua ocorrência não consubstancia uma verdadeira anormalidade e imprevisibilidade às circunstâncias cujas partes partiram na formação da sua vontade contratual. Por isso, não é a crise financeira classificável como uma alteração anormal, pois a sua ocorrência ainda é enquadrável no risco (conhecido e previsto) associado ao contrato. Porém, não nos parece que seja possível admitir de modo absoluto tais conclusões, desde logo, porque embora a história e a experiência financeira recente tenham demonstrado o carácter cíclico das crises financeiras, o momento da sua precisa ocorrência, capaz de alterar o contexto económico e social sobre o qual se celebrou determinados contratos de swap, não é precisa, nem é antecipada e difundida em larga escala a sua previsibilidade.

Neste sentido, Carneiro da Frada, considera a recente crise financeira dos últimos anos de 2007/2015, como capaz de representar verdadeiramente uma grande alteração das circunstâncias, pois o facto de ter surgido de “*forma inopinada e profunda, (...), surpreendendo tudo e todos*”, mesmo os especialistas, demonstra o carácter imprevisível e anormal associado à ocorrência de tais factos⁷³⁹.

Podemos até dizer que, as crises financeiras não são de todo imprevisíveis e, que antes mesmo da sua ocorrência e verificação dos seus consequentes efeitos muitas podiam ser as vozes que alertaram para tal possibilidade, contudo, não é era essa uma ideia generalizada do grande público (consumidores), podendo não ter sido tais hipóteses

⁷³⁹ Cfr. Manuel Carneiro da Frada, *idem*, pp. 492-494.

equacionadas no momento da contratação. Deste modo, concluímos pela natureza anormal e acidental da crise económica e financeira, dado “*a sua não antecipabilidade generalizada e o facto de radicar em causas interdependentes múltiplas que ultrapassam o poder de atuação e influência dos atores económicos singulares (por mais ponderosos que sejam) e se protejam mesmo, como crise global, para além dos limites dos países e das várias zonas económicas do planeta*”⁷⁴⁰. Podendo, assim, corresponder a um caso efetivo de alteração das circunstâncias, das quais as partes fundaram a sua livre e racional decisão em contratar.

Posto isto, é nos colocado um outro problema, o de apurarmos se efetivamente quais os efeitos despoletados como consequências desse contexto de crise financeira e económica que não fazem parte daquilo que é coberto pelos riscos próprios ou normais aos contratos aleatórios. Neste ponto, as respostas só podem ser dadas de uma forma objetiva, racional e certa a partir da análise concreta da ocorrência desses efeitos. Um dos efeitos tipicamente associados ao quadro de crise financeira é a possibilidade de se verificar uma alteração inesperada nas taxas de juro do mercado, originando um desequilíbrio na relação contratual, tendo em conta as expectativas das partes contratuais.

Daí, partindo de contratos como os envolvendo swaps que, tem na sua base a estipulação contratual de um risco, mais uma vez somos tentados a concluir que as alterações das taxas de juro serão uma contingência inerente a este tipo e categoria de contratos, logo, tais alterações não preenchem o escopo do n.º 1 do art. 437.º, não se tratando de verdadeiras alterações anormais às circunstâncias⁷⁴¹.

Mas de qualquer modo, embora seja previsível que não é toda e qualquer alteração de taxas de juro suficiente para se garantir o Direito de resolução ou modificação do contrato, não podemos sem mais excluir tal possibilidade nesses casos. É, assim, sempre necessário atender ao caso concreto, nomeadamente de averiguar se tal alteração era ou não normal ao contrato, isto é, se a sua ocorrência tem para as partes da relação contratual em causa uma natureza anormal ou de todo imprevisível ou estranha ao quadro de circunstâncias cujas partes fundaram a sua vontade em contratar. Ou seja, para se determinar se uma certa variação da taxa de juro ou de câmbio vai para além do risco-tipo subjacente ao

⁷⁴⁰ *Idem, ibidem.*

⁷⁴¹ Posição, por Clara Calheiros, *idem, ibidem*; Hélder Mourato, Swap de taxa de juro: A primeira jurisprudência, in *Cadernos de valores mobiliários*, n.º 44, 2013, pp. 44 ss.

contrato de swap temos de atender a qual foi a "*razoabilidade económica e empresarial da assunção de tal obrigação*"⁷⁴².

A resposta a dar dependerá daquilo que for possível interpretar num caso concreto, mas a ideia é apurar se a variação do juro ocorreu para além daquilo que era minimamente previsível ou antecipável. Caso a variação registada seja totalmente desligada da razoabilidade económica e empresarialmente que as partes conheciam e podiam conhecer, não temos dúvidas em afirmar estarem reunidas suficientes condições para um possível recurso aos direitos previstos no artigo 437º do CC.

Não quer isto dizer que, consideremos qualquer variação de taxa de juro como classificável como a ocorrência de alteração anormal às circunstâncias contratuais, tal variação apenas pode ser tratada desse modo, se no caso concreto, seja detetado que a alteração registada foge ou ultrapassa o grau de risco que o contrato podia razoavelmente determinar ou regular, não correspondendo de forma integral e incondicionada ao risco próprio do contrato. Sendo, de afastar a aplicabilidade do art. 437.º do CC⁷⁴³, por nesses casos, o risco ser tolerável ou razoável com aquilo que era de algum modo previsível na conjuntura económica e financeira vigente à data da celebração do contrato⁷⁴⁴.

Foi aliás este o entendimento do STJ, no acórdão de 10/10/2013, do relator Granja da Fonseca, relativamente a um caso de queda abrupta das taxas de juro (abaixo dos 3,95%), considerada causa bastante de alteração anormal das circunstâncias de um contrato de swap de taxa de juro, na medida que a queda dos juros correspondia a algo impensável no contexto em que se constitui essa relação contratual. Pois, o contrato swap em questão teria sido concretizado num momento em que as taxas de juro se encontravam extremamente altas, tendo sido por isso mesmo que se celebrou o swap, como forma de acautelar a subida cada vez maior da taxa de juro, prevendo-se um limite/barreira (5,15% - 3,95%) dentro do qual o cliente bancário pagaria sempre a mesma taxa de juro base prevista nesse contrato (4,55%), ainda que a taxa de juro subisse para além desse limite⁷⁴⁵.

⁷⁴² M Carneiro da Frada, *idem.*, p. 495-496.

⁷⁴³ *Idem, ibidem.*

⁷⁴⁴ Manuel Fernando Granja da Fonseca, Contrato de Swap (comentário ao acórdão do STJ, de 10/10/2013, Processo nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1), in Direito Bancário, Centro de Estudos Judiciários, Lisboa, fevereiro de 2015, pp. 93 (disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf).

⁷⁴⁵ O contrato apresentava-se vantajoso para o cliente bancário se a taxa de juro subisse acima dos 4,55%, mas não ultrapassasse os 5,15%. Tendo o Banco precavido-se para o caso dessa subida ultrapassar a barreira dos 5,15%.

Logo, a descida acelerada da taxa de juro era contrária às expectativas que as partes tinham em conta, tendo o STJ, considerado que não era tolerável para o banco suportar uma taxa de juro que ultrapassasse a barreira dos 5,15%, mantendo a taxa 4,55% fixada, também não ser tolerável obrigar a autora a suportar uma taxa de juro abaixo dos 3,95%, ultrapassando o limite/barreira contratado, mantendo-se a referida taxa de 4,55% como a própria boa-fé dos contratantes assim o exigia.

Desta forma, seguimos o entendimento enunciado por Granja da Fonseca, considerando que atendendo à própria boa fé contratual não é razoável manter o curso do estipulado contratual, pois aquando da estipulação das cláusulas não foi equacionado um verdadeiro quadro de crise como aquele que se verificou, *"em que as consequências do cumprimento do contrato (...) ultrapassam o grau de risco nele previsto e com que as partes poderiam razoavelmente contar"*⁷⁴⁶. Daí, perante as alterações anormais de circunstâncias, a insistência em se exigir o cumprimento das obrigações como contratado já não esta coberta pelo risco próprio do contrato. Sendo, aliás, tal posição contrária aos ditames da boa fé. Tendo, o STJ sublinhado, ainda, que a ocorrida crise financeira *"não era de modo algum previsível"* e se refletiu direta e intrinsecamente no referido contrato swap, que tinha na sua essência e base a taxa de juro.

De acordo com estes termos, só será possível o recurso ao instituto da alteração anormal de circunstâncias, se fruto da circunstância de surgir na pendência de um swap uma crise económica sem precedentes e desligada da maioria dos indicadores económicos que, excede os riscos ditos contratualmente previsíveis, como pode ser o caso de uma acentuada descida das taxas de juro, se consequentemente se verificar um profundo desequilíbrio entre as prestações das partes, tornando insustentável à parte lesada suportar esse desequilíbrio e de acordo com ditames da boa fé inexigível o cumprimento. Sobretudo, tendo em conta as proporções extraordinárias atingidas pelos efeitos associados à circunstância da crise económica ou financeira e a sua repercussão negativa no equilíbrio de contratos dependentes das variações de índices referência, visto que o fenómeno da crise é capaz de se tratar de um evento imprevisível e anormal, completamente exterior à relação contratual entre as partes.

⁷⁴⁶ *Idem, ibidem.*

Mas, de qualquer forma, não é esta uma questão pacífica, não que, como já vimos, não seja a ocorrência uma crise financeira capaz de corresponder ao escopo do instituto da alteração das circunstâncias, o problema é sempre justificar a sua aplicação no quadro da aleatoriedade dos contratos de swap. Pois, dado o swap ser caracterizado como um contrato pelo qual a características como aleatoriedade e o risco são assumidas à priori pelas partes, fazendo parte da própria essência e natureza desse tipo de contrato, livremente estipulados aos quais as partes aderem. Fica sempre a dúvida, de saber quais são as fronteiras desse risco e quando determinadas circunstâncias se situam ou não fora dessa margem de risco típica desses contratos, não sendo por isso, completamente descabido, como é defendido por alguns autores, afirmar que essa alteração de circunstâncias está já abrangida pelos riscos próprios do contrato.

Correspondendo os swaps como contratos aleatórios a uma categoria excepcional, afastando a possibilidade de aplicação do regime do art. 437.º do CC, já por si mesmo limitado expressamente aos casos em que a exigência das obrigações assumidas *não esteja coberta pelos riscos do negócio*, excluindo-se por isso os swaps, continuando a ser exigível o cumprimento das suas prestações, mesmo num cenário de alteração de circunstâncias, por ser algo coberto pelos próprios riscos deste tipo contratual. Seguindo-se aqui a lógica do Código Civil italiano, que, no seu art.1469.º, afasta a aplicação aos contratos aleatórios do regime da nulidade por onerosidade excessiva não se aplica aos contratos aleatórios⁷⁴⁷.

Porém, o facto do legislador português não ter legislado do mesmo modo, afastando diretamente os contratos aleatórios do art. 437.º do CC, apenas expressado que o seu regime não se aplica caso o risco de um qualquer contrato já preencha as consequências de uma certa alteração de circunstâncias, implica que se tenha entregue à doutrina e à jurisprudência o papel de avaliar e decidir no caso concreto se a resolução ou modificação dos contratos é abrangida pelos princípios em que se funda o instituto da alteração das circunstâncias⁷⁴⁸.

Assim, sendo, se o legislador português não legislou do mesmo modo do italiano, só é possível delimitar a aplicação do art. 437.º, através da definição em concreto da esfera de

⁷⁴⁷ V. J. Lebre de Freitas, Contrato de swap meramente especulativo: regimes de validade e de alteração de circunstâncias", ob. cit., pp. 956 ss.

⁷⁴⁸ Vaz Serra, Anotação ao acórdão de 6.4.1978, in RLJ, n.º 111, p. 356, *apud*, Lebre de Freitas, *idem*, *ibidem*.

risco assumido pelas partes, não sendo de excluir previamente a possibilidade de resolução ou modificação do contrato quando a circunstância alterada a ela não respeite. Pois, mesmo dentro da esfera da álea (formalmente) estipulada, podem registar-se variações de circunstâncias de tal modo consideráveis que excedam a margem razoável de risco próprio do contrato, ultrapassando aquilo que as partes representaram e colocando em causa o equilíbrio contratual.

Dependendo a resposta positiva sobre a aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias da sempre necessária ponderação circunstâncias do contexto e partes envolvidas no caso em concreto. Relativamente ao referido caso dos clientes-lesados do BES ou BANIF, não há dúvidas que um dos fatores determinantes na base negocial assentava na estabilidade financeira das instituições bancárias com quem se contratava ou através das quais se investia e, que no momento da contratação da grande maioria dos casos envolvendo esses lesados não haveria nenhum indício ou sinal que permitisse prever o caos financeiro que se comprovou existir na gestão dessas instituições antes da aplicação da medida de resolução. Por força desta realidade factual, é legítima, como um mecanismo de defesa da esfera patrimonial dos lesados, a possibilidade de se invocar o Direito de resolução previsto no art. 437.º do CC perante uma efetiva alteração superveniente das circunstâncias.

Porém, nestes casos em concreto embora o fator risco assuma uma importância e natureza semelhante ao risco dos contratos de swap, o tipo de investimento de risco é distinto. Isto porque, no caso dos lesados do BES ou do BANIF não está em causa a constituição de um contrato como uma garantia/seguro sobre um determinado investimento prévio, mas o investimento do seu capital/poupanças em determinados instrumentos financeiros (nomeadamente da subscrição de obrigações subordinadas).

Logo, neste caso a possibilidade de degradação da situação e condições financeiras do emitente das obrigações subscritas e consequentemente a eventual perda da rentabilidade ou da recuperação do investimento, corresponde precisamente ao nível de risco associado a este tipo investimento⁷⁴⁹. Aliás, nos próprios prospectos aquilo que é tipicamente e normalmente identificado como fatores de risco a informar é respeitante aos factos e

⁷⁴⁹ V. Mafalda Miranda Barbosa, *Direito civil e sistema financeiro*, ob. cit., pp. 130-131. No mesmo sentido, embora de uma forma menos contundente, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, ob. cit., p. 154.

dados associados à atividade, resultados operacionais, situação financeira, perspectivas futuras do emitente, cuja sua evolução é capaz de afetar positiva ou negativamente a sua capacidade em atingir os seus objetivos e, conseqüentemente no cumprimento dos seus encargos e débitos⁷⁵⁰.

Quer isto significar que, neste tipo de casos não é possível o recurso à resolução por alteração das circunstâncias, quanto muito poderá o investidor alegar que desconhecia o tipo de risco associado ao investimento comercializado. Tratando-se não de um caso de alteração relevante das circunstâncias, mas de numa situação de erro do investidor possivelmente devido ao não cumprimento pelo prestador do serviço dos deveres de informação que se encontrava adstrito, por isso, só será possível tutelar tais situações por via do ressarcimento de danos por responsabilidade civil do banco/intermediário financeiro e/ou através da invalidade do contrato por erro-vício da vontade.

2.5. Articulação dos diferentes mecanismos de tutela

Como tivemos oportunidade de descrever, há uma multiplicidade de mecanismos de proteção do lesado no caso de incumprimento de deveres de informação, sobretudo de deveres pré-contratuais. Verificando-se em especial a existência de duas tutelas autónomas: a invalidade do contrato, decorrente do regime dos vícios da vontade e a responsabilidade civil para reparação dos danos daí resultantes⁷⁵¹. Daí que, se verificados cumulativamente os pressupostos de cada regime jurídico destas tutelas, o investidor-lesado poderá optar pela responsabilidade civil ou pela invalidade do contrato, ou, até pelo recurso simultâneo a ambas as tutelas. Assim, é necessário averiguar como se articulam estes diferentes regimes entre si, nomeadamente no que diz respeito à articulação dos seus efeitos, como na hipótese de cumulação da indemnização por violação das regras de conduta com as conseqüências resultantes da anulação do contrato.

⁷⁵⁰ Cfr. arts. 135.º ss. do CVM.

⁷⁵¹ Havendo, ainda, pelo menos teoricamente a possibilidade de exigibilidade judicial do cumprimento de deveres de informação. Isto, não seja algo pacífico na doutrina, havendo quem distinga os deveres de prestação e os deveres acessórios de conduta a partir das conseqüências que ambos produzem, com os deveres acessórios de conduta a terem como característica a inexigibilidade judicial do seu cumprimento. Cfr. João de Matos Antunes Varela, Das obrigações em geral, ob. cit., p. 127 e, em sentido contrário, Nuno Manuel Pinto Oliveira, Inexigibilidade judicial do cumprimento de deveres acessórios de conduta?, in *Scientia Iuridica*, Tomo LI, n.º 293, Maio-Agosto 2002, pp. 295-303; Contudo, mesmo admitindo esta possibilidade, a sua aplicação a um caso concreto será sempre residual, pois no caso da falta de prestação de informação obrigatória a exigibilidade do cumprimento desses deveres já se verifica num momento onde ocorreu danos. Por isso, as conseqüências mais comuns da violação aos deveres acessórios de conduta são, realmente, a indemnização dos danos e a resolução ou invalidade do contrato.

Convém, por isso, determinar quais as consequências do recurso a cada uma destas tutelas, não só porque embora objetivamente relacionáveis entre si, visam assegurar uma tutela com uma dimensão e enfoques distintos, a par dos diferentes escopos e fundamentos presentes em cada um dos regimes jurídicos⁷⁵². Em relação à arguição de um erro-vício na formação da vontade em contratar, como vimos, a consequência típica é a anulabilidade, segundo os termos do art. 289.º do CC. Segundo, o qual quer a declaração de nulidade como anulação têm efeitos retroativos, sendo destruídos todos os efeitos do negócio jurídico e devendo ser restituído tudo quanto foi prestado.

Neste âmbito, perante o caso da captação de investimento por um intermediário financeiro coloca-se a questão de saber o que acontece à quantia investida pelo cliente, nomeadamente se há uma obrigação de restituição. À luz do n.º 1 do art. 289.º, a anulação tem como efeito a restituição, porém tendo se tratado de um investimento sempre incerto ou arriscado, a possibilidade de restituição do capital investido poderá já não ser possível. Por isso, este caso enquadra-se na parte final do n.º 1 do art. 289.º, de quando a restituição em espécie não for possível, deve-o ser o seu valor correspondente⁷⁵³. Ou seja, o intermediário financeiro apenas terá de cumprir a obrigação de restituição naquilo que diz respeito ao valor do património investido existente no momento em que foi declarada judicialmente a anulabilidade.

Portanto, em sede de tutela anulatória do contrato a perda do capital investido não corre a favor do lesado, restando-lhe para o efeito um recurso a uma ação de ressarcimento de danos em sede de responsabilidade civil contra o intermediário financeiro⁷⁵⁴. É um caso claro de uma necessidade de articulação ou de recurso simultâneo a mecanismos distintos de tutela da posição do investidor-lesado⁷⁵⁵, assim, como no caso de se optar pela manutenção do contratado, em função do regime de *favor negotii* da redução (art. 292.º

⁷⁵² Francesco Benatti, A reponsabilidade pré-contratual (com a correspondência entre os preceitos do direito italiano e do português), Almedina, Coimbra, 1970, p. 81-84.

⁷⁵³ Carlos Alberto da Mota Pinto, Teoria geral do Direito civil, ob. cit., pp. 616 ss.

⁷⁵⁴ António Menezes Cordeiro, Direito bancário, ob. cit., pp. 475 ss.; Manuel Carneira da Frada, Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias (...), ob. cit., p. 46;

⁷⁵⁵ Em sentido contrário, Paulo Mota Pinto (em Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 1389 ss.) entende que a invalidade do contrato como uma consequência do regime do vício da vontade por dolo preencheria por completo quando, verificados os seus pressupostos, a reparação de um eventual dano da parte que agiu com base numa vontade viciada. Assim, como a responsabilidade pré-contratual se aplicaria, principalmente, nas hipóteses em que o contrato não se chegou a celebrar. Não subscrevemos esta perspetiva, pois consideramos que não é aquela que melhor vai ao encontro da tutela da confiança e interesses das partes subjacentes à relação contratual e ao próprio tráfego jurídico, a este propósito, cfr. António Menezes Cordeiro, Dolo na conclusão do negócio. Culpa in contrahendo, in O Direito, n.º 125.º, 1993, p. 164.

do CC) ou até da conversão (art. 293.º do CC). Mas, também podemos constatar a hipótese da impossibilidade de anulabilidade do contrato, por falta de verificação dos pressupostos legais referidos anteriormente e, assim sendo, apenas restará ao investidor-lesado a responsabilização da contraparte por violação de deveres de informação⁷⁵⁶.

De qualquer modo, há sempre lugar a cumular o direito potestativo da anulação do contrato com um pedido indemnizatório, desde que, o erro-vício da vontade seja provocado por um comportamento culposos da contraparte, pelo não cumprimento do cumprimento defeituoso, por dolo ou por negligência⁷⁵⁷, dos deveres de informação. Para tal, devem ambas as pretensões ser exercidas de um modo coerente entre si, evitando o aproveitamento (enriquecimento) abusivo por parte do lesado.

Devendo o conteúdo e intensidade do pedido indemnizatório variar consoante se opte pela anulação ou pela manutenção do contrato: na primeira hipótese, o investidor-lesado deve ser ressarcido pelos danos resultantes de ter confiando na validade do contrato (interesse

⁷⁵⁶ Paulo Mota Pinto, Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo, vol. II, ob. cit., pp. 1379-1388.

⁷⁵⁷ Anteriormente alertamos para a impossibilidade de anulabilidade do contrato, por falta de verificação dos pressupostos legais, é algo que poderá precisamente ocorrer quando a informação é prestada inexata de modo apenas negligente. Uma situação onde não se centra preenchida uma evidente intenção ou consciência de enganar, falhando a tutela anulatória por falta de preenchimento do pressuposto para a relevância do erro ou do dolo. Restando apenas a tutela ressarcitória da responsabilidade civil, uma vez que haverá ainda assim um ilícito por incumprimento culposos de dever pré-contratuais de informação. Mas, neste seguimento, há na nossa doutrina uma reflexão no sentido da exclusão no caso da indução negligente em erro por violação de deveres de informação da dualidade complementar de regimes e fundamentos entre a tutela da validade e a tutela da responsabilidade. Pois, embora o erro provocado negligentemente, como anteriormente mencionado, este é inserido nos casos de vícios da vontade fora do escopo do dolo disposto no art. 253.º do CC. Porém, em sentido contrário, há quem defenda a existência de uma lacuna legal que deve ser preenchida com recurso ao regime do dolo, para os casos de indução negligente em erro. Isto, porque se considera existir uma lacuna legal por falta de uma previsão de um qualquer regime específico para esses casos e, aos quais, a responsabilidade pré-contratual é uma solução menos protetora da posição do lesado. Uma vez que, a tutela ressarcitória é classificada como insuficiente e menos favorável processualmente em comparação com a cominação anulatória do contrato. Desde logo, porque corre-se o risco de aplicar para casos menos graves de mera negligência um prazo de prescrição maior de três anos, nos termos do n.º 2 do art. 227.º, em comparação com o prazo de caducidade de um ano estabelecido para o dolo, no n.º 1 do art. 287.º CC. Cfr., por todos, Eva Moreira da Silva, As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo). O caso da indução negligente em erro, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 239 ss., 337 ss. e 376 ss.; E, ainda, partilhando de um entendimento semelhante de redução teleológica no sentido de aplicação do prazo de prescrição do n.º 2 do art. 227.º e art. 498.º CC no lugar do prazo do n.º 1 do art. 287.º do CC, v. Paulo Mota Pinto, *idem*, pp. 1395 ss. Contudo, este entendimento é considerado como infundado, por não existir verdadeiramente nenhuma lacuna na lei por falta de previsão específica destes casos. Bem pelo contrário, o legislador não previu um regime especial nem os introduziu expressamente na figura do dolo, porque pretendeu que o erro negligente seja tratado a par do erro espontâneo à atuação da outra contraparte. Assim, como nada obsta ao recuso da responsabilidade pré-contratual, uma vez que quer no caso de a conduta ter sido dolosos ou negligente corresponderá sempre a um incumprimento culposos de deveres pré-contratuais de informação, capazes de gerar um vício da vontade da contraparte. Neste sentido, v. Luís Poças, O dever de declaração inicial do risco no contrato de seguro, ob. cit., pp. 227-228.

contratual negativo); já na segunda hipótese não pode o lesado ser indenizado de modo a ser colocado na situação em que estaria financeiramente se não tivesse confiado na contraparte, vendo apenas reparado os prejuízos resultantes da celebração de um negócio em condições mais desfavoráveis do que aquelas que teria aceite se realmente tivesse estado na posse de um cabal conhecimento de todas as circunstâncias respeitantes ao negócio/investimento⁷⁵⁸.

Posto isto, cremos que não existir qualquer tipo de incompatibilidade na articulação entre o regime da falta e vícios da vontade e o regime da responsabilidade pré-contratual, quando efetivamente o investidor-lesado não fique ressarcido dos seus danos apenas por aplicação das regras da validade. Porém, o quadro vigente de consequências pelo incumprimento das informações a prestar, sobretudo na fase pré-contratual, não se esgota no previsto no RGICSF e no CVM, basta pensar nas outras previsões legais suplementares em matérias de deveres gerais de informação, sumariamente citadas anteriormente. Havendo assim, uma multiplicidade de regimes e, uma consequente necessidade em articulação dos diferentes efeitos associados ao incumprimento desses deveres legalmente previstos.

Desde logo, podemos apontar o n.º 1 do art. 227.º e art. 573º do CC ou a LDC que, confere ao consumidor um direito de 'retractação' (semelhante à resolução), sempre que a informação faltar, por ser insuficiente, ilegível ou ambígua, colocando em causa o uso adequada do bem ou serviço (no nosso caso do seguro) para o fim pretendido (de cobrir certo tipo de risco) e que, reafirma simultaneamente a responsabilidade civil, estendendo-a de jeito a consagrar um princípio de solidariedade entre todos os intervenientes na “cadeia da produção à distribuição”. E, ainda, da LCCG que, considera nulas, logo excluídas dos contratos onde se insiram, as cláusulas contratuais gerais que não tenham sido atempadamente e devidamente comunicadas aos aderentes, consagrando a redução do contrato ou, quando esta não se revelar possível, a nulidade do mesmo.

Assim, como também o diploma referente à celebração de serviços financeiros à distância com consumidores (RCCD) que, prevê que a violação de tais deveres constitui um ilícito contraordenacional, punível com determinadas coima supra descritas e, podendo ainda ser aplicadas ações acessórias, como interdição do exercício de profissão ou de atividade

⁷⁵⁸ Francesco Benatti, A reponsabilidade pré-contratual (com a correspondência entre os preceitos do direito italiano e do português), ob. cit., pp. 83-84; Luís Poças, *idem*, p. 225 (nota 805).

por um período até 3 anos, inibição do exercício de cargos sociais e de funções de administração, chefia e fiscalização em pessoas coletivas que sejam prestadoras de serviços financeiros por um período até 3 anos ou publicação da punição definitiva em jornal de larga difusão.

Sendo, ainda aplicáveis para o caso de violação dos deveres pré-contratuais o previsto no regime legal das práticas comerciais desleais, na medida que, tal violação corresponda a uma prática comercial desleal como é prevista e regulada no diploma legal lhe competente. Desta forma, no caso de contratos celebrados com recurso a práticas comerciais enganosas, este terá como sanções a anulabilidade do contrato, a pedido do consumidor, de acordo com o previsto no art. 287.º do CC, podendo este optar pela sua modificação, com recurso a juízos de equidade, ou pela sua redução (art. 14.º do DL n.º 57/2008), acrescendo, em qualquer caso, o direito de ressarcimento atribuído ao consumidor lesado por tal tipo de práticas (art. 15.º do DL n.º 57/2008)

Ou seja, o caso de incumprimento dos deveres gerais de informação por parte do prestador de serviços financeiros potencialmente origina diferentes consequências ou modos de o sancionar o, como a responsabilidade contra-ordenacional (condenação ao pagamento de coima e outras sanções acessórias) e responsabilidade civil face ao cliente/investidor lesado, tendo este o direito a ser ressarcido por danos decorrentes desse inadimplemento e, ainda, a resolver o contrato, ou exigir a redução deste, eliminando do mesmo cláusulas inválidas ou exigindo a total declaração de nulidade do contrato.

Por força, desta aplicabilidade de diferentes fontes legais há um evidente problema de como articular todo este quadro legal descrito, pois embora haja mérito na extensão do campo de aplicação dos deveres gerais de informação a regimes sancionatórios aplicáveis ao incumprimento a todos os contratos, a verdade é que surgem dúvidas na sua articulação e conjugação na defesa da tutela do lesado. Designadamente de manutenção *de coerência, de competência, de codificação, de transparência e de imagem*⁷⁵⁹, não tendo o legislador sabido resolver diretamente estas dúvidas, limitando-se a recorrer a cláusulas remissivas e abertas, no lugar de elencar e articular de modo claro e objetivo todos os aspetos sancionatórios associados ao incumprimento.

⁷⁵⁹ Friedrich Schoch, *Neuere Entwicklungen in Verbraucherunformationsrecht*, NJW 2010, 2241-2248 (2247/II), *apud*, por António Menezes Cordeiro, *Direito bancário*, ob. cit., p. 413.

Nesta circunstância, surge-nos a dúvida se existe ou não um tipo qualquer de hierarquia entre estes remédios ou soluções ou se o investidor/consumidor é livre de escolher aquele que achar o mais adequado a tutelar os seus interesses, dentro dos limites impostos pela boa-fé no exercício de tais direitos. O único caso de fácil resolução é na hipótese de anulação do contrato decorrente do regime das práticas comerciais desleais, pois este parece ser meramente subsidiário, dado nos artigos citados do respetivo diploma legal constar que, o seu regime “*não prejudica a aplicação de regimes mais exigentes relativos (...) aos serviços financeiros*” e “*não afeta as disposições relativas à formação, validade ou efeitos dos contratos*”. Porém, relativamente às restantes fontes deste quadro sancionatório, não encontramos meio de realizar semelhante interpretação.

Somos assim, forçado a seguir o entendimento de *Menezes Cordeiro*⁷⁶⁰ que manda atender à natureza de cada norma concorrente e ao determinado no seu escopo, sendo apresentadas três teorias distintas para solucionar o modo de articulação das diversas fontes legais em presença. A primeira dá pelo nome de *teoria da consumpção* e defende que o concurso de deveres de informação se soluciona no sentido da primazia das regras próprias do setor em causa, seguindo a lógica que as regras especiais se sobrepõem às regras gerais. Isto significará, ao nível da captação de investimento, que se aplicará apenas o regime do CVM e o RGICSF que consume o campo de aplicação de outros diplomas legais. Mas, tal solução não parece ser conforme com o estipulado na remissão do art. 321.º para outros regimes legais, assim, como se negava a aplicação de outros regimes especialmente previstos com uma incidência nas situações bancárias. Portanto, é afastada qualquer hipótese de consumpção, quando o contrato é celebrado à distância ou o cliente/investidor assume também a posição de consumidor.

Em paralelo temos a *teoria da especialização*, que segue também a ideia da prevalência da lei especial sobre a lei geral, no campo de aplicação dessa, mas é diferente da consumpção, porque é analítica. Aplica-se regra a regra, permitindo assumir a especialidade do RGICSF e do CVM para a generalidade dos contratos bancários comerciais ou de investimento, mas assumindo a pertinência depois de outros regimes legais, como os referidos no art. 321.º do CVM, por estes representarem uma natureza

⁷⁶⁰ António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 411-414.

especial em relação ao CVM e RGICSF, nos casos em que se aplicam tais regimes legais distintos.

Porém, tem se criticado o facto da falada especialização só funcionar formalmente, pois só carece de um critério material de determinação da especialidade, sob pena de se aplicar a lei que é formalmente *lex specialis* que impossibilita a aplicação das normas que melhor tutelem a situação jurídica⁷⁶¹. Como é o exemplo, ao nível dos deveres de informação do intermediário financeiro, se este não os cumprir, violando o quadro normativo legal do RGICSF e do CVM ou regulamentar emitido pela CMVM, à partida só se aplicará apenas o regime do art. 314.º ou do art. 149.º ss., do CVM, em detrimento do regime comum da responsabilidade civil do n.1 do art. 227.º do CC, dado os primeiros serem lei especial.

Por fim, resta a chamada *teoria do escopo das normas* que, têm como fim permitir determinar qual é o concreto critério de prevalência ou domínio de cada norma, esse, critério corresponderá ao objetivo que deve e se quer ver prosseguido. Ou seja, procura-se o elemento teológico do regime, perante cada regra específica do contrato em concreto, devemos determinar qual é o escopo da sua lei. Perseguindo a lógica supra descrita ao longo presente estudo, diremos que o escopo em causa no âmbito dos mercados financeiros visa por um lado a proteção da parte mais fraca no contrato e por outro a tutela da confiança entre as partes assente no princípio geral da boa-fé.

Logo, sendo este tendencialmente o escopo de cada norma, teremos sempre de adaptar ao caso concreto, porém a partir desta ideia diremos que a articulação das diferentes normas em matéria dos deveres de informação do prestador de serviços financeiros deverá ser executada de modo a melhor proteger a posição do investidor, a parte dita mais fraca na relação contratual, e tutelando a confiança das partes. Deste jeito, o RGICSF e o CVM devem sempre ser aplicados em conjugação com todos os outros diplomas legais que melhor façam valer o escopo das normas, prevalecendo a norma que melhor se enquadre com tal escopo normativo.

Seguindo, este entendimento do escopo da norma, explica-se a circunstância de o n.º 2 do art. 324.º do CVM estabelecer um prazo de prescrição da responsabilidade civil do intermediário financeiro de dois anos só para o caso de atuação sem dolo com culpa leve

⁷⁶¹ António Menezes Cordeiro, *idem*, pp. 413-414.

ou levíssima⁷⁶². Observando-se, na linha da 1.^a parte do n.º 2 do art. 324.º do CVM, nas hipóteses imputação de danos decorrentes de uma conduta dolosa ou com culpa grave por parte do intermediário financeiro, a aplicação do prazo geral da prescrição obrigacional de 20 anos previsto no art. 309.º do CC⁷⁶³. Algo que, vai ao preciso encontro do sentido teleológico subtraído do escopo da norma de uma maior e melhor tutela favorável ao cliente/investidor. Aplicando-se a consequência mais penalizadora para o intermediário financeiro nos casos de grave violação dos deveres de conduta e de ataque à confiança jurídica, sempre que este tenha agido com a clara intenção de induzir em erro ou com a consciência que não podia em momento algum descurar o disposto no art. 309.º do CVM⁷⁶⁴.

Todavia, por outro lado, o prazo presente no n.º 2 do art. 324.º do CVM é mais curto comparativamente ao prazo de 3 anos consagrado no n.º 1 do art. 498.º do CC para o regime comum da responsabilidade civil aquiliana. Nesta circunstância é previsto um prazo menos favorável ao lesado e mais vantajoso ou conveniente para a esfera jurídica do intermédio financeiro lesante. Na defesa desta solução argumenta-se que terá sido uma opção legislativa a pensar na segurança jurídica, no sentido de se evitar ou mitigar a perpetuação de um sentimento de indeterminação e insegurança durante um período considerável sobre a consolidação efetiva e legítima das situações jurídicas constituídas pelas partes. Algo que, poderia até por si só gerar efeitos contrários à tutela da confiança, pois a insegurança pode gerar desconfiança e dúvidas em contratar no futuro⁷⁶⁵.

⁷⁶² O prazo previsto no art. 324.º diz respeito à responsabilidade obrigacional do intermediário financeiro, que em abono da razão corresponde em grosso modo a toda a atuação deste perante os seus clientes/investidores. Mas, existem outros prazos para o exercício de direitos de indemnização por informação deficiente como o art. 153.º e 243.º do CVM, respetivamente aplicável à responsabilidade pelo prospecto de oferta pública, e à responsabilidade pelo prospecto de admissão à negociação em mercado regulamentado e também, por remissão do artigo 251o, à responsabilidade civil por outra informação periódica ou eventual publicada pelos emitentes. Cfr. Carlos Ferreira de Almeida, Caducidade do Direito a indemnização por informação deficiente no âmbito dos mercados de valores mobiliários, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários* n.º 54, agosto de 2016, disponível em www.cmvm.pt.

⁷⁶³ Aplicando-se o prazo do 309.º seguindo o entendimento maioritário na nossa doutrina maioritária, segundo a qual o art. 498.º só é aplicável à responsabilidade aquiliana. Cfr. Vaz Serra, Prescrição do Direito de indemnização, in *BMJ*, n.º 87, 1959, p. 47 (pp. 23-67); Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, ob. cit., p. 628; M. J. Almeida e Costa, *Direito das Obrigações*, ob. cit., p. 544; Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, vol. VIII, ob. cit., p. 757.

⁷⁶⁴ Gonçalo André Castilho dos Santos, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, ob. cit., p. 256.

⁷⁶⁵ Neste sentido (seguindo a orientação da doutrina e do legislador do Direito alemão), v. Gonçalo André Castilho dos Santos, *idem*, pp. 257-259. Considerando na linha de Antunes Varela e Almeida Costa que o silêncio do investidor vale como uma presunção de cumprimento por parte do intermediário financeiro, como se aprovasse a atuação do intermediário financeiro, dentro da lógica presente no art. 1163.º do CC.

Todavia, por força da teoria do escopo da norma, podemos ser tentados em não concordar com tal entendimento, considerando que aquilo que melhor atende à teoria do escopo das normas será a aplicação do prazo prescricional do art. 498.º do CC. Isto, porque é solução mais adequada para contornar o evidente desequilíbrio originado pelo art. 324.º do CVM. Uma vez que o regime civil nos seus termos gerais garante ao cliente/investidor um prazo maior de prescrição da responsabilidade civil obrigacional⁷⁶⁶ em relação ao prazo do CVM. Surgindo a clara necessidade de interpretar este preceito, pois tal solução supra descrita não parece aproximar-se da intenção do legislador impressa, desde logo, nos princípios do art. 309.º do CVM, onde é expreso e subentendido um particular fim de se atender à tutela do investidor como parte contratual mais débil.

Segundo tal entendimento, o prazo mais curto de prescrição especialmente previsto no n.º 2 do art. 324.º do CVM não afastaria o regime geral do prazo de prescrição para o Direito à indemnização por responsabilidade obrigacional, se verificados os pressupostos nos termos gerais do Direito civil. Porém, mesmo que seja possível fazer este tipo de raciocínio de crítica à solução legislativa deste preceito do CVM, não conseguimos encontrar qualquer argumento contrário à sua validade, legitimidade e eficácia. Por isso, cremos que o regime prescricional previsto no CVM afasta sem sobra de dúvidas o regime comum, conforme o princípio da especialidade.

Não havendo à luz dos códigos de interpretação do n.º 3 do art. 9.º do CC qualquer motivo ou razão no sentido de uma interpretação teológica em contrário, pois a justificação para o estabelecimento de prazos mais curtos dirige-se para tutela da segurança jurídica em especial dos intermediários financeiros e em geral de todos os intervenientes no mercado. Sem com isto se depauperar a tutela do investidor que continua protegida favoravelmente pelo facto de a prescrição assentar sempre na circunstância de o facto inicial se contar a

Cfr., toda bibliográfica citada em Carlos Ferreira de Almeida, Caducidade do Direito a indemnização por informação deficiente no âmbito dos mercados de valores mobiliários.

⁷⁶⁶ Nos termos do n.º 2 do art. 227.º do CC, à responsabilidade pré-contratual aplica-se o prazo do art. 488.º do CC. Porém, não é desconsiderar ou de deixar de atender ao entendimento de Pedro de Albuquerque (A aplicação do prazo prescricional do n.º 1 do art. 498.º do Código Civil à responsabilidade civil contratual, in ROA, ano 49, vol. III, dezembro 1989, pp. 795-837), segundo o qual o prazo do n.º 1 do art. 498.º aplica-se quer a responsabilidade civil seja aquiliana ou obrigacional. Devido ao facto, de segundo o autor, existir uma confusão entre o dever de prestar e dever de indemnizar, só sendo aplicável o prazo de vinte anos do art. 309.º do CC no que diz respeito à exigibilidade cumprimento da prestação após o vencimento desta obrigação. E, também porque entre outras razões, embora os seus pressupostos de cada modalidade sejam distintos entre si, já relativamente ao Direito de indemnização seja por violação de um direito ou de um dever não há qualquer diferença na sua natureza e fundamentos que justifique uma qualquer diversidade de regimes prescricionais.

partir do conhecimento pelo lesado da deficiência da informação, sem o qual não é razoável invocar a inércia do credor. Ou seja, os prazos de prescrição de três e de vinte anos, fixados nos artigos 498.º e 309.º do CC, nunca se aplicam à responsabilidade civil especialmente regulada CVM, excepto como supramencionado se estiver em causa uma conduta dolosa ou grosseiramente negligente do devedor.

V – CONCLUSÃO

1. Conclusões gerais

Chegados até aqui, após todo o enquadramento e análise realizados sobre cada uma das questões que nos propusemos responder, resta nos reiterar as nossas próprias conclusões e considerações finais sobre cada um dos diferentes pontos por nós abordados ao longo do presente estudo.

Para tal, vamos expor as nossas conclusões relativamente a cada uma dessas questões identificadas introdutoriamente, antes de por fim apresentarmos a síntese sobre as ideias chave a reter sobre a proteção do consumidor de serviços financeiros, em especial no caso da violação de deveres de informação pela instituição financeira através da comercialização assente no uso de informação incorreta, falsa ou enganosa.

Na apresentação destas nossas conclusões e considerações finais, optamos por adotar uma vertente conclusiva, não meramente repetitiva das ideias enunciadas sobre os pontos e relativos a todos os capítulos e temas tratados. Pretendendo completar algumas ideias que permitam, no nosso entendimento, uma melhor compreensão e síntese das conclusões parciais que se julga ter atingido no excuro realizado nesta dissertação.

1.1. Pode um investidor ser classificado como consumidor de serviços financeiros?

- A)** Relativamente à questão de o investidor ser classificado como um consumidor, concluímos positivamente pela possibilidade e adequação de tal qualificação e, consequentemente, pela possibilidade do regime de proteção do consumidor ser aplicável à figura daquele que age como investidor no âmbito dos mercados financeiros.
- B)** Porque, do ponto de vista prático e jurídico a posição de investidor não é incompatível com a noção de consumidor como definida na LDC. Desde que, o investidor que não atue com carácter profissional, visando obtenção de lucro no escopo da sua atividade económica/comercial, não parece ser excluído desta definição legal a comercialização de bens e serviços financeiros. Estando, assim, verificados cada um dos elementos subjetivo, objetivo, teleológico e relacional, patenteados na LDC.

- C)** Ao contrário de alguma doutrina, verificámos também de na hipótese do investidor ser uma pessoa coletiva, poder ser classificado juridicamente como um consumidor. Assim, como optámos por incluir na esfera jurídica da proteção dos consumidores os casos onde o contraente também é um profissional ou visa satisfazer apenas fins pessoais, desde que estando a contratar algo fora da sua especialidade do seu ramo ou setor profissional, Na medida que, considerámos que a noção de consumidor não está restringida apenas as pessoas físicas, podendo abranger pessoas singulares ou coletivas, desde que estejam efetivamente numa posição de debilidade contratual na relação jurídica em concreto.
- D)** Sendo, a finalidade do acto de consumo o verdadeiro fundamento da qualificação do consumidor como sujeito do regime de benefício previsto nos diplomas legais que regulamentam a tutela do consumidor. Partindo da presunção de que se trata da parte mais fraca, menos preparada tecnicamente, em confronto com um contratante profissional, necessariamente conhecedor dos meandros do negócio que exercita. Quer isto dizer, que a situação de debilidade de uma parte contratual deve ser sempre ajuizada de forma casuística, cabendo o ônus de prova dessa situação à pessoa que a alega ter.
- E)** Porém, nem todos os tipos de investidores assumem as características de consumidores, até porque no art. 30.º do próprio CVM se distingue entre investidores qualificados e investidores não qualificados, aos quais se faz corresponde um determinado regime consoante o nível de proteção e diligência que cada uma das categorias reclama ou exige. Aos investidores qualificados, por se considerar disporem de um grau sustentável de experiência, conhecimentos e competência para tomar as suas próprias decisões de investimento, ponderando devidamente os riscos incorridos, a lei confere um nível mediano de proteção. Já os investidores não qualificados são beneficiários de um nível máximo de protecção, na medida em que a lei prevê um conjunto mais vasto de normas especialmente destinadas à sua protecção.
- F)** No caso dos mercados financeiros, a possibilidade de se qualificar aquele que adquire serviços financeiros como consumidor, assim, só corresponderá ao investidor não qualificado. O próprio CVM no artigo 321.º equipara a figura do

investidor não qualificado à figura do consumidor. Podemos dizer que o fundamento subjacente à categorização dos investidores, vai de encontro ao *ratio* da atribuição de uma proteção jurídica especial aos ditos consumidores. Pois, em ambos os casos a razão de facto reside na existência um grupo de investidores qualificados que negocia numa situação numa simétrica posição negocial, enquanto outros inventores, por força do contexto e da natureza das circunstâncias se encontram numa efetiva posição de desequilíbrio negocial. Cujo um reforço da sua proteção na procura da situação mais simétrica possível pode garantir um reequilibrar de forças.

- G)** Porém, como já visto a qualificação de um qualquer sujeito como consumidor depende uma análise casuística. Portanto, nem todos os investidores ditos não qualificados podem ser equiparados à figura de consumidor, sendo necessário se verificar os requisitos e circunstâncias capazes de gerar a sua classificação como consumidores de serviços financeiros. Por isso, só é equipado o conceito de consumidor ao investidor, em primeiro lugar se este não for classificado legalmente como investidor qualificado. Mas, depois é necessário verificar tal hipótese à luz das características do próprio cliente/investidor em hipótese no caso concreto,
- H)** Porém, se o investidor em concreto se enquadrar no conceito de consumidor não há razões que justifiquem a não concessão do mesmo grau de proteção de que beneficiam os consumidores fora do mercado financeiro. Até porque, independentemente das infundadas críticas expostas pela doutrina, a remissão para o Direito do consumo apenas reforça a posição jurídica de um sujeito que se quer especialmente proteger, não havendo impedimento para um eventual recurso ao instituto da integração de lacunas e o mecanismo da analogia.
- I)** Tendo, se concluído pela equiparação do investidor como consumidor, consequentemente resultará na aplicação a seu favor quer do elenco de direitos e mecanismos ou medidas de proteção dispostos no CVM e demais legislações ou fontes aplicáveis em especial às relações jurídicas subjacentes aos mercados financeiros, quer do lote de regras jurídicas destinadas a tutelar a relação jurídica de consumo. Assim, se destacam o seguinte conjunto de normas e medidas destinadas à proteção do consumidor de serviços financeiros: o direito dos

consumidores consagrados no art. 60.º da CRP e nos termos do art. 3.º ao 12.º da LDC; das medidas e regras de proteção do art. 16.º ao 22.º da LDC, do RGICSF e do CVM; do diploma referente à celebração de serviços financeiros à distância com consumidores (RCCD) ou do regime legal das práticas comerciais desleais; e no quadro do contrato dos deveres gerais decorrentes da aplicação do CC e dos deveres especiais da LCCG, fruto do tipo e moldes de contratação caracterizada como típica da atividade financeira;

- J) Assim, são várias as medidas legais cujo seu destino é sobretudo promover a estabilidade, eficiência e tutela dos investidores, mediante a consagração de mecanismos de controlo e de transparência do funcionamento dos mercados e, ao nível da determinação de regras de conduta e de organização relativas à comercialização de produtos e serviços financeiros. Conferido às autoridades de supervisão quer um poder normativo, quer um poder injuntivo, assente, sobretudo, na disciplina das regras de conduta, de deveres de informação e regras ou procedimentos de organização/*governance* das instituições financeiras.
- K) Por isso, encontram-se diversas normas em distintas fontes que consagram a obrigação de divulgação ou prestação de informações no mercado em geral e no âmbito das relações entre os intervenientes do mercado em concreto. Sejam de deveres de informação no mercado em real ou em específico no quadro contratual. Impondo-se para as instituições financeiras uma tutela da sua atividade, sobretudo no plano das relações com os seus clientes, resultando em *deveres de competência, de adequação e de eficiência*, como uma exteriorização da bitola do *bonus pater familias*.

1.2. Relevância do uso e regulação da informação nos mercados financeiros

- A) Verificámos o carácter essencial dos deveres de informação de modo a proteger em grande medida o investidor/cliente, em nome da segurança e confiança jurídica. Isto porque, como demonstrado todo o elenco de deveres de informação legalmente previstos tem como fundamento material atender às circunstâncias expostas pela natureza socioeconómica que torna necessário, desde logo, à formação do contrato a distribuição equitativa de informação entre as partes. Logo, a imposição de deveres de prestação de informação às partes do contrato

é compreendida como uma ferramenta ou solução do legislador para acautelar os problemas e matérias que ressaltam do facto dos mercados financeiros funcionarem em regra de forma assimétrica ao nível da informação que é disponibilizada aos seus agentes e sujeitos.

- B)** Deste modo, a informação é sem dúvidas um elemento essencial para o funcionamento regular dos mercados, bastando reter as ideias expostas no ponto 1. do capítulo III, nomeadamente o facto da eficiência do mercado depender do nível de informação detida pelos seus agentes e, de na falta de informação ou de sua distribuição assimétrica gerarem-se efeitos negativos para o funcionamento dos mercados. Assim, a disciplina dos deveres de informação visa assim, suprir essas eventuais deficiências, em especial o regime que incide sobre a esfera jurídica do prestador, pois é este no âmbito do contrato a parte que se encontra a exercer uma actividade de modo profissional, com fim lucrativo e um conhecimento técnico profundo dos mecanismos contratuais, estando sem dúvida numa posição de vantagem comparativamente com a outra parte contratual.
- C)** Pretendendo-se, através da sua vinculação ao cumprimento de deveres de conduta de informar que, tal vantagem comparativa seja intrigada ou desfeita, possibilitando que todas as partes estejam numa situação mais ou menos equiparas. Isto, é que reúnam de um modo equitativo o mesmo número de 'armas' no momento da contratação, seguindo a ideia da informação como uma verdadeira 'arma' para enfrentar a cada vez maior complexidade inerente aos produtos e serviços disponíveis no mercado, sendo como referido um elemento determinante no processo de tomada de decisão.
- D)** Nesta instância, importa sempre ter em conta que, num mercado onde à informação é disponibilizada abertamente de igual modo para os seus agentes, não é isto só por si um garante de tomada de decisão mais racional e objectiva, pois não nos podemos esquecer que, qualquer decisão depende sempre não só do domínio de informação que se tem, mas também do modo como a informação é racionalizada pelos diferentes agentes.

- E)** Há sempre um subjectivismo difícil de controlar, pois como demonstra a citada economia comportamental, a forma como cada sujeito actua depende não só dos dados e factos certos e verdadeiros que são do seu conhecimento, mas de outros aspectos distintos que são também valorizados na hora de investir. Isto significa que, o mesmo conteúdo informativo pode ser interpretado de forma diferente de sujeito para sujeito. Na medida que, as suas prioridades são diferentes e o seu próprio nível de educação ou de conhecimento é diferente na hora de racionar aquilo que lhe é dado a conhecer, entramos no domínio da chamada literacia financeira. Dentro desta problemática, se pode compreender e distinguir o dever de esclarecimento que adicionalmente se forma na disciplina dos deveres de informação do prestador.
- F)** Assim, a regulação pública da informação é apontada como necessária para fazer frente aos efeitos da assimetria informativa, ou seja, através da imposição de standards de deveres de informação e de condutas aos agentes de publicitação da informação considerada relevante. Quer isto dizer que, o regular do mercado financeiro em causa é realizado pela fixação de deveres e pelo controlo do seu cumprimento. Porém, aquilo que se visa atingir com a regulação da informação não é cuidar do mérito das operações propostas pelos investidores, controlando ou evitando decisões perigosas, mas sim, é dar-lhes ferramentas (informação) para que possam optar por investimentos mais adequados às suas carteiras e metas que querem atingir.
- G)** Porém, perante esta regulação da informação por via de uma intervenção pública, segundo os moldes enunciados no ponto 2. do capítulo III, é nos colocada uma outra questão relativa a saber, se a intervenção pública na regulação do mercado da informação é ou não isenta de falhas. Esta questão corresponde à interrogação de saber, como é tradicionalmente admitido, se é *a luz solar o melhor desinfetante e a luz eléctrica o mais eficaz dos polícias*, na impossibilidade de garantir uma suficiente luz solar (de informação) que permita aos agentes no mercado de agirem da forma mais racional possível. E colocando-os numa posição de relativa igualdade negocial, se é a luz eléctrica (a regulação pública), por si só, eficaz para suprir tais carências de luz solar? Ou se pelo seu contrário, em vez de um remédio, acaba por se tornar um mal maior para à eficiência dos mercados financeiros?

- H)** Foi no sentido de responder a esta questão que, enunciamos no ponto 3. do capítulo III, casos ou situações apelidadas de falhas ou vícios da intervenção pública, pois nessa esfera sobressaem hipóteses onde a melhor intervenção peca, no sentido que não torna o mercado mais eficiente, apenas, tendo se verificando o envio para este de mais informação. É algo visível nos casos de agência, de situações onde a informação não é inteiramente controlável pelo regulador, mas sim por agentes terceiros, como são os intermediários financeiros, auditores financeiros e agências de rating, atuando ou não como *gatekeepers* que, embora estejam muitas vezes vinculados a uma situação de fidúcia aos interesses do seu principal, podem optar por ter uma atuação em matéria informativa no sentido de majorar ou registar maiores beneficiários, de acordo com os seus próprios interesses, em detrimento dos interesses difusos a que estavam vinculados e adstritos. Desta feita, há o risco de os agentes decidirem com a expectativa que conhecem o contexto ou têm determinadas informações verdadeiras na sua posse, mas na realidade apenas agem conforme o indicado (e pretendido) por essas instituições terceiras.
- I)** Relativamente à delegação de competências de supervisão realizada pela figura do regulador público para os chamados *gatekeepers*, é provocado uma divisão de responsabilidades e pode perpetuar e até incentivar erros com a propagação de uma rede de informação incorreta, ilustrando as fragilidades de um sistema fundado na confiança. Temos assim, um sistema de especialização e partilha de informação, constituindo uma teia informativa, decorrente de uma necessária interdependência e, entregando tais tarefas a privados. Correndo o perigo de tal institucionalização, paradoxalmente colocar a nu a vulnerabilidade do sistema a situações de deslealdade e até de fraude. Ficando o próprio regulador público, juntamente com os restantes agentes do mercado, prisioneiros desse sistema, pois afinal, confia-se nos dados e factos tornados públicos, ficando-se recém e exposto a eventuais enganos ou deturpações da verdade.
- J)** Contudo, esta ideia de um mercado perfeito na prática é difícil de se alcançar, basta, anotar o sucedido nos comentados caso BES e BANIF, onde efetivamente eram mercados onde os seus agentes tinham a acesso a um grande leque de informação, estando formalmente cumprido, até prova em contrário, todos os deveres legais de prestação de informação, com garantias dadas pelos próprios

reguladores. Todavia, aquilo que se verificou na prática foi que, certos investidores acabaram por agir no mercado com base em informações que não eram verdadeiramente completas ou corretas, ou até mesmo, falsas ou enganosas.

K) Todas estas situações descritas e suas devidas consequências, comentadas no ponto 3.6. do capítulo III, constituem uma verdadeira falha de regulação e supervisão das relações das instituições financeiras com os seus clientes. Na medida que, dentro das malhas da disciplina e regulamentação que incide sobre o funcionamento dos mercados, houve a efetiva partilha e divulgação de informação, mas que se veio a mostrar insuficiente para proteção dos investidores e da confiança relativa ao funcionamento regular dos mercados. Temos, assim, dois casos recentes onde por um lado se verificou que, nem sempre mais informação, é sinal de mais eficiência dos mercados, podendo até haver um excesso de informação que provoca os feitos contrários aos pretendidos e, por fim ainda se verificou que, a proliferação de conteúdo informativo meramente técnico e pouco relevante, pode originar manipulações à formação da decisão de investir prejudicando o investidor e, consequentemente lesado a confiança e eficiência dos mercados.

L) Mas, não se pense que, a regulação pública da informação apenas se revela ineficiente na tutela da confiança dos investidores, também ao nível da posição dos agentes da oferta nos mercados financeiros surgem problemas. Basta pensar, no que se disse ao nível do *insider trading* e da tendência de eliminação de qualquer tipo relevante de informação dita privilegiada, de modo, a evitar-se o uso e comercialização de uma minoria sobre a maioria, isto é, da existência de uma vantagem comparativa, consequências de uma assimetria informativa. A aplicação prática de tal tendência, poderá conduzir a uma situação de ineficiência do funcionamento regular dos mercados financeiros, pois ao se obrigar a prestar toda e qualquer informação estará se a obrigar o dono de um negócio a tornar público informações que o conhecimento generalizado afetam a eficaz prossecução da sua actividade comercial. Ou seja, estaremos a atacar aquela ideia dos segredos como a alma do negócio, podendo assim, a divulgação obrigatória de toda e qualquer informação considerada relevante afetar a eficiência dos mercados.

- M)** Posto isto, considerarmos ser um erro através da regulação do mercado da informação visar obter toda a informação, pois uma imposição de conduta acaba por levar à inação, tornando impossível atingir os efeitos que desencadearam a necessidade da regulação pública da informação, de uma maior eficiência dos mercados. Pois, o custo a suportar é superior àquele que se obteria com o tal funcionamento mais eficiente dos mercados.
- N)** Em todo o caso, não se quer com isto negar a importância da intervenção pública sobre o mercado da informação, apenas se pretende destacar que esta intervenção não pode ser indiferente ao natural funcionamento dos mercados, nem pode cair na tentação de impor tais ideias sem anotar as consequências reais que tal procura por um mercado perfeito acarreta. Caso contrário, caímos no risco de a intervenção pública cortar a presença nos mercados de liberdade de negociação, passando por uma regulação totalitária, com a pretensão de explicar tudo, afastando toda a experiência e a capacidade de construir raciocínios lógicos e coerentes que permitem acreditar numa realidade fictícia a partir dos resultados esperados por via desses raciocínios e, não a partir da experiência real dos mercados.
- O)** Desta feita, concluímos que a luz elétrica é necessária para fazer fase à carência de luz solar, mas não só deve haver uma regulação do nível de intensidade da luz elétrica, como é errado querer substituir totalmente a luz solar por esta, de modo até a evitar que, o risco da irresponsabilidade em regra penalizado pelo mercado, acabe por ser recompensado pela acção estatal. Por outro lado, a tutela investidor/consumidor contra eventuais enganos de outros é sem dúvida concretizada através da imposição de deveres de informação e controle dessa informação. Mas, como demonstrado nos casos dos lesados do BES ou do BANIF, tal tutela não pode ser pelo próprio *lawmaker* restrita apenas à imposição de padrões mínimos de informação e à monitorização do cumprimento de tais padrões, em detrimento da efetiva análise do mérito da informação divulgada e prestada, não exercendo um controlo dos parâmetros técnico-económicos de suficiência e razoabilidade do conteúdo informativo prestado.
- P)** Caso contrário, corre-se o risco de ao deixar a análise do mérito para o juiz, de se consentir por um lado que só se comprove a insuficiência da informação

prestada, já tendo ocorridos prejuízos para quem investiu com base nessa informação. E por outro lado, ao não se prevenir o mau cumprimento da informação funda o surgimento de um sentimento de impunidade ao prestador da informação que poderá com isso registar ganhos superiores a quaisquer sanções.

- Q)** Por isso, das políticas pouco eficazes na regulação e supervisão dos intervenientes financeiros, verificou-se consequências como as associadas aos mencionados casos dos investidores-lesados do BES e do BANIF. E a partir destes escândalos financeiros, constatou-se a importância e necessidade de tutelar a esfera dos investidores/consumidores face ao esse *modus operandi* das instituições financeiras, assente na caça de investimento/clientes a todo o custo, com recurso à disseminação de informação enganosa (misselling) na comercialização de produtos ou serviços financeiros.
- R)** Neste âmbito, também no Direito da UE, através DMIF II, entre outras matérias, pretendeu-se reforçar e garantir a defesa dos direitos dos consumidores dos serviços financeiros. Através do reforço dos deveres de conduta e organizacionais, designadamente em matéria informativa e de transparência das instituições financeiras e dos seus intermediários financeiros.
- S)** Mas, a prevenção e a repressão do uso de informação enganosa, como necessária como a solução para repor e estabilizar a tutela da confiança dos investidores, foi também justificada e reforçada através da Lei n.º 28/2017, de 30 de maio que, veio precisamente, neste sentido, reformar o regime sancionatório do CVM. Sendo, o dever de prestação de informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, como previsto no art. 7.º do CVM, complementado com a criminalização, nos termos do n.º 1 e 2 do art 379.º e do (novo) art. 379.º-E do CVM, da manipulação do mercado com base em informações falsas ou enganosas.

1.3. Responsabilidade dos prestadores financeiros

- A)** Para além da tutela preventiva ou até sancionatória do comércio financeiro, a verdade é que a proteção dos investidores não é só convenientemente observada se a conduta dos prestadores de serviço financeiros não passar impune, mas também se os investidores-lesados virem os seus danos ressarcidos ou

compensados. Deste modo, concluímos pela responsabilização dos prestadores financeiros, tendo em conta que nas relações jurídicas de consumo, quando o agente do lado da procura é um consumidor, a responsabilidade civil terá uma extensão e profundidade em termos mais alargados que a aplicável na generalidade dos casos.

- B)** Como referido, a publicidade e a informação utilizadas na comercialização de produtos ou serviços financeiros têm uma relevância contratual, ao assumirem uma componente negocial intrínseca à celebração do contrato. Significando que, o conteúdo informativo da mensagem publicitária integra o conteúdo ou forma dos deveres de informação que quem propõe determinado contrato se encontra adstrito. Nestas circunstâncias a publicidade e os deveres de informações contratuais coincidem materialmente, e a prática de publicidade enganosa corresponderá ao uso de informação enganosa para a captação de investimento, configurando a violação dos deveres de conduta supra aludidos.
- C)** Pela prática comercial enganosa, onde por ação ou omissão se induza ao erro ou ao engano o cliente/investidor, há responsabilidade civil dos prestadores pelos atos danosos, gerados pela violação de deveres obrigacionais, subjacentes a um vínculo contratual constituído, ou por força da imposição legal de específicos deveres resultantes das cláusulas contratuais gerais ou da própria lei.
- D)** Da responsabilização dos prestadores de serviços financeiros, distinguimos entre a responsabilidade bancária em geral e a dos bancos enquanto intermediários financeiros. Em ambos os casos há diferentes modalidades ressarcitórias, sejam elas no plano da responsabilidade obrigacional ou da aquiliana, conforme o dever violado. Podendo ocorrer a violação de um dever seja correspondente às prestações principais derivadas do contrato celebrado, de determinações legais concretas, quanto ao exercício da sua profissão, dos deveres acessórios associados a prestações principais, de deveres gerais de diligência, dirigidos às instituições financeiras, de determinações concretas do BdP ou da CMVM, de regras genéricas dimanadas da própria instituição, do dever geral de respeito, relativo a bens protegidos ou de deveres de tráfego, derivados desse mesmo dever.

- E)** Relativamente aos deveres de informação estes predominantemente devem corresponder a deveres acessórios ou a deveres de tráfego. Na primeira hipótese, uma vez que advêm de um vínculo obrigacional, concluímos pela responsabilidade civil obrigacional, dado a informação a prestar corresponder a um dever obrigacional advindo de um contrato. Já na segunda hipótese tratando-se de deveres genéricos de prevenção do perigo de violação de direitos alheios, ou de obrigações de prestações comportamentais exigíveis por força do especial perigo da relação causal, por isso caímos no âmbito da responsabilidade aquiliana, com o desfavor para o lesado de ter de provar cada um dos pressupostos de responsabilidade civil, nos termos do art. 483.º do CC.
- F)** Segundo o nosso entendimento, ainda que não seja unânime na nossa doutrina, podemos inserir a responsabilidade bancária por informações na esfera da responsabilidade obrigacional. Porque, podendo esse incumprimento ocorrer na relação pré-contratual, onde ocorre o desequilíbrio ou vício de conduta pelo banco, os próprios deveres que a lei impõe, consagram ou constituem verdadeiras obrigações que, embora prévios à celebração propriamente dita de um contrato e decorrentes de lei, são despoletados pelo facto das partes a eles se vincularem por decorrência das negociações que realizam como pressupostos da futura constituição contratual.
- G)** Ou seja, os deveres de informação estão consagrados em preceitos legais gerais especiais, mas não são mais que o resultado de obrigações que sempre existiriam no quadro do direito dos contratos, por força do princípio da boa fé inerente a qualquer relação contratual, impondo-se um modelo comportamental pautado pelos cânones da lealdade e da probidade, visível no instituto da *cic*, previsto no art. 227.º do CC que, constitui um dever específico onde se pode inserir o dever de informação.
- H)** No caso da responsabilidade obrigacional, funciona a favor do lesado a presunção dos pressupostos de responsabilidade civil a partir da verificação da falta de cumprimento pelo banco da prestação de informações, aplicando-se as regras estipuladas nos arts. 798.º e ss. do CC e, ainda, as regras gerais da obrigação de indemnizar dos arts. 562.º e ss. também do CC. Porém, como referido a presunção de culpa, disposta no n.º 1 do art. 799.º, não se estende automaticamente para o

nexo causal, devendo a causalidade ser provada pelo lesado. Não sendo possível presumir a imputação dos danos por mera violação do dever de informar, o lesado tem de apresentar em juízo os elementos e factos que permitam comprovar ou justificar que se tais deveres de informação tivessem sido cumpridos, o cliente/consumidor teria alterado a sua decisão de investir, seja da não contratação, da contratação de outro produto ou serviço financeiro alternativo mais vantajoso ou da decisão de não manutenção do investimento em curso. Ou seja, tudo dependerá do demonstrado na situação em concreto, podendo existir situações de efetivo ou potencial inadimplemento dos deveres acessórios de informação, aos quais não se dá como justificado um juízo de causalidade.

- I)** Em todo o caso, há também lugar à responsabilidade aquiliana dos prestadores quando estes não violem deveres obrigacionais (como deveres acessórios), mas desrespeito de deveres genéricos de diligência, das determinações ou recomendações concretas do BdP e do dever geral de respeito, relativo a bens protegidos, assim, como dos deveres de tráfego, derivados desse mesmo dever. Neste caso, são desrespeitadas normas de proteção, como é o caso do art. 77.º do RGICSF e do art. 305.º do CVM.
- J)** Logo, caso os prestadores de serviços financeiros promovam determinados comportamentos violadores de tais regras qualificadas como normas de proteção, há lugar ao recurso para a figura da responsabilidade civil, nos termos da previsão da 2ª parte do n.º1 do art. 483.º do CC. Tudo depende de saber se tais normas podem ou não ser qualificadas como normas de proteção, na medida que, imputam uma proteção jurídica individual aos interesses dos clientes, através da proibição de um determinado comportamento e, em caso de violação capaz de constituir uma pretensão indemnizatória pelos danos sofridos no círculo de interesses, que a norma violada visa tutelar.
- K)** Mas, pode mesmo não haver uma posição jurídica susceptível de ser convertida num direito ao ressarcimento dos danos, nos casos de normas onde apenas há uma tutela institucional e não se observa a atribuição de uma tutela de interesses e bens jurídicos individuais ou particulares, como nos arts. 73.º e 74.º do RGICSF. Nestes casos resta aos clientes agir contra as instituições financeiras por via de

reclamações junto dos reguladores públicos, seja ao BdP ou à CMVM, nos termos respetivamente do art. 77.º-A do RGICSF e do art. 305.º-E do CVM.

L) Porém, relativamente à responsabilização dos intermediários financeiros há que atender ao regime especial do art. 304.º-A do CVM. Segundo nosso entendimento, ao contrário de alguma doutrina, não consideramos que o regime do CVM consubstancie a tutela do regime da responsabilidade civil do tipo aquiliano, segundo os termos do n.º 1 do art. 483.º do CC. Pois, mantemos a mesma visão defendida e fundamentada a respeito da responsabilidade bancária, segundo a qual não encontramos razões que não justifiquem a sua recondução ao regime da responsabilidade obrigacional, sempre que esteja em hipótese uma violação de deveres (sejam gerais e legais) decorrentes de contrato, neste caso de um contrato de intermediação financeira estabelecidos entre as partes em juízo.

M) Até porque, quando o banco atua como intermediário financeiro prestando atividades de intermediação financeira, direcionadas à captação de investimento, seja através do serviço de investimento em instrumentos financeiros ou do serviço de auxílio de investimento, encontra-se adstrinjo a um conjunto de obrigações de conduta com uma intensidade mais ampla face à mera relação jurídica de confiança atribuída na responsabilidade bancária em geral. Portanto, no quadro da relação de intermediação financeira fiduciária, da qual resultam verdadeiras obrigações de assistência e adequação da ação do intermediário perante os interesses do seu cliente, aquilo que, nos referirmos na responsabilidade bancária como simples de deveres de proteção e cuidado do tráfego jurídico, assume a forma dos deveres principais e secundários dos contratos de intermediação financeira.

N) Logo, a responsabilidade do intermediário financeiro por violação de deveres de informação é sempre obrigacional, como aliás é disposto no n.º 2 do art. 304.º-A do CVM. Para os restantes casos continua a ser necessário atender se o dever violado em concreto consubstancia um dever específico, imposto por lei ao intermediário financeiro no âmbito da relação constituída com determinado cliente/investidor. Se o dever tem uma natureza obrigacional, a sua violação redundará no campo da responsabilidade civil obrigacional do art. 798.º do CC. Já se o dever apenas for um dever genérico (desligado de um fim de proteção de

interesses individuais e alheios ao interesse público e a consequente configuração de uma indemnização compatível aos investidores lesados), a sua violação não pode ser remetida para a responsabilidade obrigacional. Só sendo no quadro destas situações responsabilizado civilmente o intermediário, se for possível concluir pela qualificação do dever violado como uma norma de proteção e, consequentemente aplicável a 2ª parte do n.º 1 do art. 483.º do CC e abrangido pelo n.º 1 do art. 498.º do CC.

- O)** Mas, como vimos, há ainda uma outra via alternativa, também ela legítima e eficaz, de responsabilização dos prestadores de serviços financeiros, a chamada responsabilidade pela confiança. Na medida que, sejam preenchidos os seus pressupostos: i) a existência de uma situação de confiança, no caso da prestação de informação pela contraparte; ii) uma justificação para essa confiança; iii) a existência de um investimento de confiança; iv) e a imputação da situação de confiança ao obrigado à informação;
- P)** Em todo o caso, a responsabilidade pela confiança é apenas subsidiária da responsabilização civil bancária e dos intermediários financeiros. O seu recurso pode ocorrer no caso da imputação dos danos causados a terceiros por auditores ou da problemática da transferência da obrigação de reembolso aos clientes de retalho do BES de papel comercial do GES na sequência da medida de resolução tomada pelo BdP. Como também nos casos de exclusão da responsabilidade, impossibilitando o devedor de fazer prevalecer-se disso para afastar a sua responsabilidade, estando em causa uma relação jurídica assente numa situação de confiança e na qual a violação de deveres acessórios de conduta frustrou de modo danoso o investimento nessa confiança. Pois, se assim for a responsabilidade pela confiança não está coberta por qualquer hipótese de exclusão da responsabilidade, caso contrário estaríamos a defender uma solução violadora do princípio da tutela da confiança e consequentemente contrária à boa fé.

1.4. Alternativas à responsabilização dos prestadores de serviços financeiros

- A)** Para além, do direto à indemnização a respeito da responsabilidade civil por violação de deveres acessórios de informação e/ou da violação por normas de proteção, ou do

disposto a respeito da responsabilidade pela confiança. Os investidores-lesados podem fazer valer a sua tutela através do recurso ao regime da invalidação do negócio jurídico viciado por uso de informação incorreta, falsa ou enganosa. Designadamente da nulidade do contrato por ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública; da anulabilidade do contrato celebrado com dolo; da anulabilidade do contrato celebrado com base em erro; e da resolução do contrato por alteração das circunstâncias;

- B)** Relativamente à nulidade do contrato pelo seu objeto ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública, nos termos respetivos do n.º 1 e 2 do art. 280.º do CC, o recurso a esta hipótese na hipótese contrariedade à lei de está dependente da existência de uma norma cujo da sua estatuição resulte uma proibição de contratar, num quadro de utilização ou abuso de informação falsa ou enganosa. Não é esta uma opção que faça de todo sentido, pois o objeto do contrato não será de todo contrário à lei, embora seja fundado em informação contrária aos padrões impostos no n.º 1 do art. 7.º do CVM. Pensemos, mais uma vez, no caso BES ou BANIF, em que medida o objeto do contrato de compra e venda de títulos ou obrigações emitidas por uma determinada sociedade será contrário à lei? Não é possível identificar qualquer norma que estatui uma proibição em realizar esse tipo contratação, para de seguida se verificar a violação do objeto contratual.
- C)** Logo, o contrato não poderá ser considerado nulo com base nesse fundamento da contrariedade à lei do seu objeto, porque não é possível admitir como sendo uma qualidade intrínseca de contrariedade à lei, o facto da informação disponibilizada aos investidores não corresponder de modo atual, real e verdadeiro aos títulos ou obrigações objeto do contrato. Porém, já podem ser considerados inválidos os contratos sempre que aquilo a que as partes se vincularam se demonstre ser gravemente injusto do ponto de vista de um mínimo de justiça (por ser claramente excessivo ou contrário aos interesses de uma das partes), algo que é irrenunciável para qualquer ordem jurídica ou aos bons costumes.
- D)** Deste modo, tendo em consideração o exemplo das decisões judiciais que, nos termos dos arts. 280.º e 281.º, declararam nulos por *ofensa importante à ordem pública* os contratos swap equiparados ao jogo ou aposta. Também no caso dos ditos clientes bancários lesados por celebração de determinado escopo contratual com base em informações ou esclarecimentos desadequados ao investidor ou incorretos, falsos ou

enganosos, podemos equacionar a sua anulabilidade enquanto negócios usurários (se verificados os requisitos do n.º 1 do art. 282.º do CC) ou então a sua nulidade como contrários aos bons costumes e à ordem pública (se for considerado o contrato desproporcionado de um modo capaz de gerar sacrifícios injustificados para uma das partes que sites no momento da contratação não previram ou desconheciam por causa inimputável). Podendo tal situação (assente na exploração da debilidade da outra parte) dar lugar à responsabilidade pelo dano da celebração e vigência desse contrato, nomeadamente através da revogação do contrato a título indemnizatório – n.º 1 do art. 566.º do CC.

- E)** Já em relação ao regime dos vícios da vontade, validade do negócio jurídico é perturbada por vício ou perturbação no processo formativo da vontade de uma das partes, seja por dolo ou erro. Sendo, anulável o contrato constituído ou celebrado com base em incorreta, incompleta ou enganosa por causa imputável ao prestador do serviço contratado, e se a parte induzida em erro caso conhecesse a verdadeira e correta informação, não teria, assim, optado por celebrar esse exato negócio nas condições acordados com prestador de serviços.
- F)** Nesta circunstância, os investidores-lesados tem legitimidade para arguir a anulabilidade do contrato, dentro do prazo disposto no art. 287.º do CC, com o Direito a ver restituído, em princípio, a soma de quanto tiverem investido. Nomeadamente na situação de uma atuação dolosa por parte do prestador pela violação dos deveres que se encontrava adstrito ao prestar informação, como prevista como nos termos do art. 253.º do CC. Isto é, quando o prestador através de sugestões e artifícios induz em erro a prestação da declaração da vontade, nomeadamente sobre o risco associado ao seu investimento e a própria situação financeira do emitente, com a clara intenção ou consciência de o fazer e violando os deveres legais, regulamentares e contratuais que se encontrava adstrito.
- G)** Porém, mesmo não se verificando uma situação dolosa nos termos do n.º 2 do art. 253.º, há ainda a possibilidade de recurso ao erro, enquanto vício da vontade, para procurar invalidar o contrato e obter o ressarcimento e/ou compensação da situação viciada. Desde que verificamos os requisitos do art. 251.º do CC, nos casos onde o investidor contratou com base numa incorreta ou inexata percepção ou representação da realidade, sem que essa situação de erro tenha isso intencionalmente ou conscientemente

responsabilidade da instituição financeira/intermediário financeiro. Ou seja, nas situações onde o erro resulte do cumprimento negligente dos deveres de conduta, nomeadamente de prestação de informação inexata ou omissiva de informação, sobre factos ou aspetos essenciais à formação da vontade do investidor e, que o remador não podia desconhecer tal essencialidade.

H) Já na hipótese de no momento da negociação e celebração do contrato não se verificar uma situação de erro, provocado dolosamente ou não, não será possível argumentar a invalidade do contrato com o fundamento de vício na formação da vontade. Pois, a vontade em contratar foi corretamente formada, em função da realidade que, nesse momento existia e era corretamente configurada pelas partes. Poderá é já depois da celebração do contratado, ao longo da sua execução, verificar-se uma alteração da realidade de modo tal que as partes perderam por completo o interesse que as levou a contratar. Restando ao investidor o recurso ao regime resolução ou modificação do contrato por alteração superveniente das circunstâncias, conforme o art. 437.º do CC.

I) Partindo da problemática da alteração anormal das circunstâncias contratuais aos swaps, não adotamos o entendimento de negar qualquer relevância ao instituto do artigo 437º do CC apenas com base no facto dos contratos de swap serem aleatórios, sendo, possível efetivamente ocorrer uma alteração anormal às circunstâncias contratuais que, torne desequilibrada a relação contratual. Nomeadamente, a circunstância de uma crise económica configurar um caso de alteração anormal, mas tendo em consideração que tal conclusão apenas pode ser apurada caso a caso, de modo a mostrarem-se verificados os aludidos requisitos do 437º, não sendo indiferente o tipo de investidor em concreto.

J) Será necessário distinguir dois tipos de investidores, não qualificado e os não qualificados, pois as suas legítimas expectativas, no âmbito do contrato de swap, serão diferentes. Pois, enquanto, estes últimos são, em regra, leigos na matéria, e não estarão, assim, tão preparados para estarem alertados para reconhecer os indícios sobre a 'saúde' da economia financeira. Já relativamente aos primeiros, aqueles para quem é habitual a contratação de investimentos financeiros, ao terem um contacto especializado com o mercado, terão em princípio conhecimentos que lhes permite estar mais alerta para uma possível crise económico-financeira. Assim, sendo, a tutela da expectativa jurídica merecedora de proteção pelo

ordenamento jurídico, a ter de acordo com os ditames da boa fé, é distinta, com os investidores não qualificados a merecerem à partida uma maior atenção que, em relação àqueles que investem de uma forma profissional.

- K)** Posto isto, como um mecanismo de defesa da esfera patrimonial dos lesados, é legítimo a invocação do direito de resolução previsto no art. 437.º do CC, perante uma efetiva alteração superveniente das circunstâncias. Porém, temos dúvidas que embora o factor risco assuma uma importância e natureza semelhante ao risco dos contratos de swap, que esta lógica seja aplicável aos contratos de investimento subjacentes nos casos dos lesados do BES ou do BANIF. Pois, nesses casos não estava em causa a constituição de um contrato como uma garantia/seguro sobre um determinado investimento prévio, mas o investimento do seu capital/poupanças em determinados instrumentos financeiros (nomeadamente da subscrição de obrigações subordinadas). Logo, como indicado nos prospetos, nestes casos a possibilidade de degradação da situação e condições financeiras do emitente das obrigações subscritas e consequentemente a eventual perda da rentabilidade ou da recuperação do investimento, corresponde precisamente ao nível de risco associado a este tipo de investimento.
- L)** Por isso, para este tipo de casos não é possível o recurso à resolução por alteração das circunstâncias, quanto muito poderá o investidor alegar que desconhecia o tipo de risco associado ao investimento comercializado. Tratando-se não de um caso de alteração relevante das circunstâncias, mas de numa situação de erro do investidor possivelmente devido ao não cumprimento pelo prestador do serviço dos deveres de informação que se encontrava adstrito.
- M)** Por fim, existindo diferentes medidas e mecanismo de tutela do investidor, a que acresce o quadro especial do direito acimável se este for qualificado como consumidor, coloca-se a questão de como articular cada solução legal. Desta forma, referimos devemos atender ao escopo da norma, logo visando-se no âmbito dos mercados financeiros por um lado a protecção da parte mais fraca no contrato e por outro a tutela da confiança entre as partes assente no princípio geral da boa-fé, em cada caso concreto, devemos aplicar e articulação as diferentes normas em matéria dos deveres de informação do prestador de serviços financeiros segundo a ideia teleológica da procura pela melhor protecção da posição do investidor, a parte dita mais fraca na relação contratual, e tutelando a confiança das partes. Deste jeito, o RGICSF e o CVM devem sempre ser

aplicados em conjunto com todos os outros diplomas legais que melhor façam valer o escopo das normas, prevalecendo a norma que melhor se enquadre com tal escopo normativo.

2. Considerações finais

- A)** Uma das principais ideias a reter do presente estudo é a da relevância e essencialidade para a formação da vontade em contratar e conexamente no próprio funcionamento dos mercados, do conteúdo e da disciplina da publicidade e informação sobre a comercialização de produtos e serviços financeiros ou sobre as entidades que intervêm nos mercados financeiros, pela forma como podem afetar positiva ou negativamente os interesses económicos dos investidores.
- B)** Por isso, os investidores (que podem ser consumidores de produtos e serviços financeiros) estão interessados no cumprimento das regras de mercado e na transparência e integridade deste. Assim, como na garantia de tutela dos seus direitos e interesses enquanto intervenientes no mercado.
- C)** Desta forma, a regulação pública dos mercados segundo a bitola da transparência informativa manifesta-se num modelo assente na obrigação e prestação e divulgação, como a solução do legislador para corrigir as situações de assimetria informativa, tutelar a confiança da parte negocial ou contratual mais débil e garantir o equilibrado, seguro e eficiente do mercado.
- D)** A outra ideia que importa destacar do nosso estudo reside na problemática do uso de informação enganosa e na prática reiterada de uma comercialização fraudulenta no aliciamento sobre os seus clientes/investidores. Algo, que se tem revelado negativo para todo o sistema financeiro, pois tendo em conta as suas consequências, estas atentam contra a confiança dos clientes/investidores no funcionamento do mercado e originam quebras no seu próprio regular funcionamento.
- E)** Importa, assim, atender em especial às situações dos clientes lesados dessas práticas censuráveis e desleais associadas à atividade comercial das instituições financeiras, como do caso BES ou BANIF. Nestas situações, o banco, que

oferece, como intermediário financeiro, aos seus clientes o investimento em determinados serviços ou produtos, está adstrito a um conjunto de deveres de informação muito mais amplos que os decorrentes do art. 227.º do CC. Logo, encontra-se adstrito à série de deveres específicos de informação no CVM, sobretudo das informações respeitantes aos instrumentos financeiros e aos riscos especiais envolvidos nas operações a realizar⁷⁶⁷. Devendo-o fazer de modo completo, verdadeiro, actual, claro, objectivo e lícito (art. 7.º do CVM), para que a informação possa ser compreendida pelo destinatário médio, nos termos da al. c) do n.º 2 do art. 312.º-A do CVM.

- F)** Pelo seu incumprimento, podemos equacionar três níveis de responsabilidade a favor dos lesados: i) responsabilidade da instituição financeira enquanto emitente das obrigações, pelo incumprimento das obrigações a que se encontra adstritas; ii) responsabilidade da instituição financeira como intermediário financeira, nos termos do art. 304.º-A do CVM; iii) responsabilidade dos titulares dos órgãos de administração da instituição financeira, nos termos do art. 78.º do CSC, caso se verifique a insuficiência do património próprio da instituição para cobrir os seus créditos e essa insuficiência for da responsabilidade dos seus administradores;
- G)** Deste modo, tendo em conta o caso concreto poderá haver diferentes modalidades ressarcitórias, sejam elas no plano da responsabilidade obrigacional ou aquiliana. Seguindo o redigido sobre estes pontos, em princípio, salvo facto contrário, a responsabilidade civil será obrigacional, já que a informação a prestar corresponde a um dever obrigacional advindo de um contrato, quer por violação por parte do intermediário ou da instituição responsável pelo instrumento financeiro. Havendo que atender à circunstâncias próprias de se tratarem, em regra, do incumprimento de deveres acessórios e, por isso, não abrangidos pela presunção de culpa também no âmbito do nexo casual. Porém, é também possível tutelar tais situações de ressarcimento de danos não só por via da responsabilidade civil do banco/intermediário

⁷⁶⁷ Cfr. als. d) e e) do art. 312.º, al. j) do n.º 1 do art. 312.º-C e al. a) do n.º 1 do art. 312.º-E do CVM.

financeiro, mas também através da invalidade do contrato por erro-vício da vontade.

- H)** Contudo, como verificámos a proteção dos consumidores não se pode ficar apenas pelo reforço e integridade da aplicação de todas as consequências legais contra o prestador de serviços financeiros. É necessário reforçar o caráter preventivo do cumprimento destas medidas, nomeadamente através do reforço legislativo do escopo de deveres e consequências, como é o exemplo da DMIF II e da Lei n.º 28/2017. Mas, também importa esclarecer que, a supervisão pela CMVM e o BdP não se pode cingir só em verificar se a documentação escrita cumpre o conteúdo obrigatório de informação. As ações de supervisão devem, igualmente, abranger o acompanhamento ativo da comercialização dos produtos e serviços e das relações entre instituições financeiras e seus clientes, tendo em vista o apuramento do cumprimento pelo responsável pela comercialização dos deveres legais a que está sujeito, nomeadamente através de inquéritos e inspeções à atividade dos prestadores de serviços financeiros consoante as reclamações e denúncias recebidas sobre suspeitas de práticas fraudulentas.
- I)** Porém, devemos sempre ter em consideração a procura de um equilíbrio entre a tutela dos investidores e consumidores e a salvaguarda do bom e competitivo funcionamento dos mercados à luz dos princípios da UE. Pois, a informação é sem dúvida a pedra angular do funcionamento dos mercados e a imposição de deveres de informação dirige-se a tutelar a posição dos agentes contra eventuais enganos de outros. Se quisermos fazer uma analogia com os contratos de aposta e jogo, diremos que se visa evitar a batota, devendo as regras e procedimentos do jogo serem claros e conhecidos a todos os jogadores. Mas, não quer isto dizer que, um jogador deva conhecer as cartas e truques (legítimos) do adversário, caso contrário, se estaria a oferecer o seu jogo ao outro, logo, apenas se deve é garantir que o baralho de cartas trazido por um dos jogadores não se encontra viciado ou manipulado.
- J)** É esta a lógica a ter presente em matéria de informação nos mercados financeiros, de garantia de um plano mínimo de igualdade informativa, evitando que se vicie ou manipule o mercado. Contudo, com a consciência que, não se deve cair na tentação de criar um mercado perfeito a nível informativo, pois caso

contrário, a tão desejada eficiência financeira e económica se perderá em definitivo. Dado, que nenhum jogador terá vontade de continuar a jogar se for obrigado a revelar o seu próprio jogo (segredos, estratégias e armas), pois, se assim fosse, estaria logo à partida a ver hipotecada qualquer possibilidade de vitória.

K) Com a ressalva que este tipo de argumentação não pode ser utilizado para atingir efeitos contrários à proteção da parte mais débil, ainda que, em última instância o Direito civil sirva sempre de última barreira de proteção a estes, nomeadamente pelo recurso aos efeitos responsabilidade civil e ao regime da falta e vícios da vontade.

VI – BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, GEORGE

. The Market for Lemmons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism, publicado em Quaterly Journal of Economics (84), 1970, disponível em http://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents;

ALEXANDRE, ISABEL

. Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, 2004;

ALMEIDA, ANTÓNIO

. Cláusulas contratuais geradas e o postulado da liberdade contratual, in Revista de Ciência e Cultura, Universidade Lusíada, n.º 2, Série de Direito, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 283-311;

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA

. Direito do Consumo, Almedina, Coimbra, 1982;

. Conceito de publicidade, in Boletim do Ministério da Justiça (separata), n.º 349, Lisboa, 1985;

. Relação de Clientela na intermediação de valores mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2001;

. Contratos de Consumo, Almedina, Coimbra, 2005;

. Swaps de Troca e Swaps Diferenciais, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira, vol. I, n.º 50, Lisboa, 2015, pp. 11 ss.;

. Caducidade do Direito a indemnização por informação deficiente no âmbito dos mercados de valores mobiliários, in Cadernos do mercado de valores mobiliários n.º 54, agosto de 2016, disponível em www.cmvm.pt;

. Normas de imputação e normas de proteção no regime da responsabilidade civil extracontratual pela informação nos mercados de valores mobiliários, in *Direito das sociedades em revista*, A. 8, vol. 16 (outubro 2016), Almedina, Coimbra, 2016;

. *Contrato I*, 3.^a e 6.^a ed., Almedina, Coimbra, 2017;

ALMEIDA, MÁRIO AROSO DE

. Sobre a legitimidade popular no contencioso administrativo português, in *CJA (Cadernos de Justiça Administrativa)*, n.º 101, setembro/outubro 2013;

ALMEIDA, MARGARIDA AZEVEDO

. A responsabilidade civil dos intermediários financeiros por informação deficitária e faltando de adequação dos instrumentos financeiros, in *O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 411-424;

ALMEIDA, MIGUEL DOS SANTOS

. High-Frequency Trading – Regulamentação e Compliance no contexto da nova DMIF II, in *O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 427-446;

ALMEIDA, TERESA

. *Lei de Defesa do Consumidor – Anotada*, Instituto do Consumidor, Lisboa, 1997;

ALVES, ILÍDIO MONTEIRO

. *Da uberrima bona fides no contrato de seguro*, Tese de mestrado em ciências jurídico-empresárias, orientador. Eduardo Santos Júnior, FDUL, Lisboa, 2014;

AMORIM, ANA CLARA AZEVEDO DE

. *A tutela da lealdade nas relações de mercado: a propósito do ilícito publicitário*, Almedina, Coimbra, 2017;

ANDRADE, TÂNIA DE FREITAS

. Exercício abusivo do crédito fidejussório : a omissão de informações devidas pelo credor fidejussório ao fiador, in RDC, A. 1, nº 4, Almedina, Lisboa, 2016, pp. 939-987;

ANTUNES, BRUNO BOTELHO

. Breves Considerações sobre a Independência na Auditoria, Relatório de Mestrado, em Ciências Jurídico-Económicas, ano letivo de 2002/2003, sob orientação do Prof. Doutor Fernando Araújo, FDUL, 2002/2003;

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA

. Direito dos Contratos Comerciais, 1ª Ed., Almedina, Coimbra, 2009;

. Os contratos de intermediação financeira, BFDUC, Vol. 85, Coimbra, 2009, pp. 277-319;

. Os Derivados, CMVM, nº 30, Agosto de 2008, disponível em www.cmvm.pt;

ARAÚJO, FERNANDO

. Introdução à Economia, 3ª Edição, Almedina, 2005;

ARRUÑADA, BENITO

. Audit Quality: Attributes, Private Safeguards and the role of regulation, 2000;

ASCENSÃO, JOSÉ OLIVEIRA

. Publicidade enganosa e comparativa e produtos financeiros, in RB, n.º 45, janeiro/junho de 1998, pp. 23 ss.;

. Teoria Geral, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2002;

. A Proteção do Investidor, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IV, pp. 13-40, Coimbra: Coimbra Editora, 2003;

. Derivados, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. IV Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 41-68;

. O Direito – Introdução e Teoria Geral, 13.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2005;

ATAÍDE, RUI PAULO COUTINHO DE MASCARENHAS

. Natureza e regime jurídico dos deveres acessórios de conduta, Almedina, Coimbra, 2015;

. Responsabilidade civil por violação de deveres no tráfego, Almedina, Coimbra, 2015;

AZEVEDO, ANA CLARA

. A tutela da lealdade nas relações de mercado. A propósito do ilícito publicitário, Almedina, Coimbra, 2017;

AZEVEDO, MARIA DO ROSÁRIO,

. Fundos de garantia, in Cadernos do mercado de valores mobiliários, n.º 11, CMVM, agosto de 2001;

BARBOSA, ANA MAFALDA CASTANHEIRA NEVES DE MIRANDA

. Erro sobre o objeto do negócio jurídico. Breves notas acerca dos critérios de enquadramento da categoria, in BFDUL, vol. 90, tomo II, Coimbra, 2014, pp. 843-871;

. Direito civil e sistema financeiro, Principia, Cascais, 2016;

. A relevância da natureza do crédito detido pelo cliente de uma instituição bancária objeto de uma medida de resolução. Nótula a propósito do caso BES, in Boletim de Ciências Económicas, vol. 59, Coimbra, 2016, pp. 65-147

BARBER, BRAD M. / ODEAN, TERRANCE

. The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, May 1998, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94140.

BASTOS, MIGUEL BRITO

. Deveres acessórios de informação – em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador, in RDS, Ano V (2013), n.º 1/2, Almedina, Coimbra, 2013;

BdP,

. Relatório de Supervisão Comportamental 2010, Lisboa, Departamento de Supervisão Comportamental, 2011;

. Relatório de Supervisão Comportamental 2012, Lisboa, Departamento de Supervisão Comportamental, 2013;

BENATTI, FRANCESCO

. A reponsabilidade pré-contratual (com a correspondência entre os preceitos do direito italiano e do português), Almedina, Coimbra, 1970;

BENITO, IGNACIO LLEDÓ

. Breves notas sobre el fraude de inversores español y el "uso de información falsa ou enganosa para captar investimentos" del derecho português, in Revista do Ministério Público, Lisboa, Ano 38, n.º 150 (abril-junho 2017), pp. 43-88;

BORGES, SOFIA LEITE

. O conflito de interesses na intermediação financeira, in, Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira, Almedina, Coimbra, 2010;

. A consultoria para investimento e o regime dos benefícios no Código dos valores mobiliários e na segunda Diretiva dos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II), in RDS, Ano VIII (2016), n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 281-305;

CALHEIROS, MARIA CLARA

. O contrato de swap, BFDUC, Coimbra Editora, Coimbra, 2000;

CÂMARA, PAULO

. O governo das sociedades em Portugal: uma introdução, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12, 1999;

. A regulação baseada em princípios e a DMIF, in Caderno de mercados de valores mobiliários, N.º27, agosto de 2007, CMVM, 2007;

. Manual de Direitos dos Valores Mobiliários, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2016;

. Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros, in Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras, Coimbra Editora, Coimbra, 2009;

. A atividade de auditoria e a fiscalização de sociedades cotadas - definição de um modelo de supervisão, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 16, 2003;

. Crise Financeira e Regulação, in ROA, Ano 69, n.º 3-4, julho-dezembro de 2009;

. Supervisão bancária: recentes e próximos desenvolvimentos, in I Congresso de Direito bancário, Almedina, Coimbra, 2015;

. DMIF II: A nova pedra angular do Direito dos Mercados Financeiros, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 199-215;

CANARIS, C.W.

. Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht, München, 1971. Cit. Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht;

. Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione, in Rivista Critica del Diritto Privato, n.º 4, 1983, pp. 793-839;

CANOTILHO, J.J. Gomes / MOREIRA, Vital

. Constituição da República Portuguesa Anotada, vol. I, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2007;

CARDOSO, ELIONORA

. Lei de Defesa do Consumidor. Comentada e Anotada, 1.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2012;

CARRIGY, CELINA / DIAS, CRISTINA

. A diretiva da Transparência, CMVM, nº 25, 2006;

CARVALHO, JORGE MORAIS CARVALHO

. Manual de Direito do Consumo, 4.^a ed., Almedina, Coimbra, 2017;

. Contratos de Consumo, Reflexão sobre a Autonomia Privada no Direito do Consumo, Almedina, Coimbra, 2012;

CARVALHO, MARIA MIGUEL MORAIS DE

. O conceito de publicidade enganosa, in Nos 20 anos do código das sociedades comerciais: Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 675-706;

CASTRO, CARLOS OSÓRIO CASTRO

. A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, Lex, Lisboa, 1997;

CATARINO, LUÍS GUILHERME

. Regulação e supervisão dos mercados financeiros de instrumentos financeiros: fundamentos e limites do Governo e jurisdição das Autoridades independentes, Almedina, Coimbra, 2010;

. Informação: utopia, realidade e intervenção pública, em Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, Coimbra Editora, 2011;

CATARINO, LUÍS / PEIXE, MANUELA

. A nova regulamentação dos mercados financeiros - um Tsunami regulatório? (II), in Instituto de valores mobiliários – Estudos, disponível em https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1417450571emir_tsunami_final_parte_i_8out2014_parte_ii_dezembro..pdf;

COFFEE JR., JOHN C.

. Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, in Columbia Law and Economics Working Paper n.º 237, 2003, disponível em escholarship.org;

. Gatekeepers: the professions and corporate governance, Oxford University Press , 2006, pp. 288-289 e 329-330. Merri B. Fox, Gatekeeper Failures: Why Important, What to Do, Michigan Law Review, vol. 106, 2008, pp. 1089-1110, disponível em <http://repository.law.umich.edu/mlr/vol106/iss6/9>;

. Securities Regulation, in Cases and Materials, 11.^a ed., Foundation Press, 2009;

CORDEIO, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO

. Da boa fé no Direito civil, Almedina, Coimbra, 1997;

. Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais, Lex, Lisboa, 1997;

. Tratado de Direito Civil, vol. I, 4.^aed., Almedina, Coimbra, 2011;

. Tratado de Direito Civil, vol. II, 4.^a ed., Almedina, Coimbra, 2017;

. Tratado de Direito Civil, vol. IV, 4.^a ed., Almedina, Coimbra, 2016;

. Tratado de Direito Civil, vol. VI, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, 2012;

. Tratado de Direito civil, vol. VIII, Almedina, Coimbra, 2017;

. Tratado de Direito Civil, vol. IX, 3.^a ed., Almedina, Coimbra, 2017;

. Direito Bancário, 6.^a ed., Almedina, Coimbra, 2016;

. A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise mundial de 2007/2010, in Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pp. 577-600;

. A decisão segundo a equidade, in O Direito, Ano 122, 1990, abril-junho, pp. 261-280;

. Dolo na conclusão do negócio. Culpa in contrahendo, in *O Direito*, n.º 125.º, 1993, pp. 145-174;

. Da natureza civil do Direito de Consumo, in *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2005;

. A crise e a alteração de circunstâncias, in *RDC*, n.º 1, Lisboa, 2015;

. Da responsabilidade pelo reembolso do papel comercial emitido pela ESI e pela Rio Forte S.A., Estudo elaborado a pedido da CMVM, Lisboa, 2015, disponível em <http://cdibes.pt/wp-content/uploads/2017/09/Parecer-Menezes-Cordeiro-Responsabilidade-do-Novo-Banco.pdf>;

. Responsabilidade bancária, deveres acessórios e nexo de causalidade, in *Estudos de Direito Bancário I*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 9-46;

CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO

. Do trust no Direito civil, Almedina, Coimbra, 2014;

. Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2015;

. Organização e supervisão dos mercados financeiros, in *RDS*, ano IV, n.º 3/4, Almedina Coimbra, 2014, pp. 565-588;

. Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 1ª Ed., Almedina, 2017;

. Os limites dos poderes de transferência do Banco de Portugal no âmbito do processo de resolução, in *Estudos de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 129-157;

. Os deveres de adequação dos intermediários financeiros à luz da DMIF II, 2018 (inédito), disponível em <http://blook.pt/publications/publication/2f2ff52a56cd/>;

COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA.

. Direito das obrigações, 8.ª e 12ª ed., Almedina, Coimbra, 2009 e 2018;

COUTO, RUTE

. A relevância contratual da publicidade, in Estudos selecionados do Instituto Jurídico Portucalense, vol. II - Temas de Direito dos Contratos, Rei dos Livros, Lisboa, pp. 62-79;

DENARDIN, ANDERSON ANTONIO / NUNES, MAURÍCIO SIMIANO / MEURER, ROBERTO

. Mercados Financeiros, Assimetrias Informativas e Crises Financeiras nos Países Emergentes, Caderno de Economia - ano 12, Nº 22, jan./jun., 2008, disponível em <https://bell.unochapeco.edu.br/revistas/>;

DIAS, Jorge FIGUEIREDO

. Direito de Informação e Tutela da Honra no Direito Penal da Imprensa Português, in RLJ,, Ano 115;

DIAS, JORGE FIGUEIREDO / ANDRADE, MANUEL DA COSTA

. Problemática geral das infrações contra a economia nacional, in Direito Penal Económico e Europeu: Textos doutrinários, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, pp. 319-346;

EBA (European Banking Authority)

. Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products, in EBA/GL/2015/18, 2016, disponível em <https://www.eba.europa.eu/documents/>;

EISINGER, JESSE

. In an era of disclosure, an excess of sunshine but a paucity of rules, in The New York Times, 02/12/2015, disponível em www.dealbook.nytimes.com/2015/02/11/an-excess-of-sunlight-a-paucity-of-rules/;

FABRE-MAGNAN, MURIEL

. Duties of disclosure and French contract law: contribution for an economic analysis, in BEATSON, Jack; FRIEDMANN, Daniel (Eds.), Good faith and fault in contract law. 1995. Clarendon Press, Oxford, 2002. p. 105 ss.;

FAMA, EUGENE

. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417;

. Efficient capital markets II, The Journal of Finance, Vol. 46, n.º 5, 1991, pp. 1575-1617;

FERNANDES, LUÍS CARVALHO

. Teoria geral do Direito civil II, 5.ª ed., UCP, Lisboa, 2010;

FERREIRA, EDUARDO PAZ

. A informação no mercado de valores mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, Volume III, Coimbra Editora, 2001;

. Informação e mercado de valores mobiliários, in Separata da Revista da Banca, n.º 50, julho/dezembro de 2000;

FERREIRA, EDUARDO PAZ / MORAIS, LUÍS

. A regulação sectorial da economia - Introdução e perspetiva geral, in Regulação em Portugal. Novos Tempos. Novo Modelo?, Almedina, Coimbra, 2010;

FERREIRA, EDUARDO PAZ / OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

. Fundamentos da resolução bancária: a propósito do caso BES e da legitimidade da deliberação de resolução, in Revista de Direito das Sociedades, Ano IX, n.º 2, Almedina, 2017, pp. 259-321;

FERREIRA, HUGO ROSA

. Algumas questões de teoria do Direito na regulação dos mercados financeiros, Relatório de Mestrado no seminário de Teoria do Direito Público e Privado, sob regência do Professor Pedro Barbas Homem, FDUL, 2009;

FERREIRA, MARCO ALEXANDRE DA SILVA CAPITÃO COSTA

. Estado e economia: Entre o mercado e a tecnocracia, onde fica a res publica?, Dissertação de doutoramento em ciências jurídico-económicas, sob orientação de Luís Morais, FDUL, 2014;

FERREIRA, RENATA RODRIGUES DE ABREU

. Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Criminais, apresentada na FDUC, sob orientação do Professor Doutor José Francisco de Faria Costa, Coimbra, 2014;

FERREIRA, RUI CARDONA

. Deveres de Informação, in A governação de Bancos nos sistemas jurídicos lusófonos, Almedina, Coimbra, 2016;

FLÓREZ, AURORA MARTÍNEZ

. En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores, in Revista de Derecho mercantil, n.º 217, Madrid, 1995, pp. 953-1006;

FONSECA, MANUEL FERNANDO GRANJA DA

. Contrato de Swap (comentário ao acórdão do STJ, de 10/10/2013, Processo nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1), in Direito Bancário, Centro de Estudos Judiciários, Lisboa, fevereiro de 2015, disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf;

FRANCO, RAQUEL

. A relevância da informação nos mercados financeiros e o papel das agências de notação de risco de crédito, Relatório de Mestrado de Direito Internacional Económico, sob regência de Paula Vaz Freire e Luís Morais, FDUL, Lisboa, 2009;

FRADA, MANUAL A. CARNEIRO DA

. Uma «Terceira Via» no Direito da Responsabilidade Civil? O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores de sociedades, Almedina, Coimbra, 1997;

. Teoria da confiança e responsabilidade civil, Almedina, Coimbra, 2004;

Manuel Carneiro da Frada, Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias: contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pp. 453-503;

. Sociedades e notação de risco (rating) – a proteção dos investidores, in II Congresso DSR, 2012;

. A responsabilidade dos intermediários financeiros por informação deficitária ou falta de adequação dos instrumentos financeiros, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 401-409;

FREITAS, J. LEBRE DE

. Contrato de swap meramente especulativo: regimes de validade e de alteração de circunstâncias, in ROA, Ano 72, vol. IV, Lisboa, outubro/dezembro 2012, pp. 943 ss.;

FREITAS, LOURENÇO VILHENA DE

. Da constitucionalidade e legalidade da medida de resolução do Banco de Portugal relativamente ao BES, in Liber Amicorum Manuel Simas Santos, Rei dos Livros, 2016, pp. 815-837;

FUCHITA, YASUYUKI

Financial Gatekeepers in Japan, in Yasuyuki Fuchita e Robert E. Litan, Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?, Brookings Institution Press, Washington D.C, 2006;

GHESTIN, JACQUES

. Les Contrats d'Adhésion et les Clauses Abusives en Droit Français et Européens, in La Protection de la Partie Faible dans les Rapports Contractuels, Comparaisons Franco-Belges, LGDJ, Paris, 1996;

GOMES, JOSÉ FERREIRA

. A responsabilidade Civil dos Auditores, in Código das sociedades comerciais e governo das sociedades, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 343-424;

. Conflito de interesses e benéficos (inducements) dos intermediários financeiros perante a MIFD II, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 227-249;

GOMES, JÚLIO

. O dever de informação do tomador do seguro na fase pré-contratual, in: MARTINS, M. Costa; MOREIRA, António, II Congresso Nacional de Direito dos Seguros – memórias. Coimbra, Almedina, 2001. p. 75-113;

GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA

. Qualidade da informação, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 9, dezembro 2014;

HAENSEL, TAIME

. A figura dos gatekeepers, Almedina, Brasil, 2014;

HENRIQUES, PAULO VIDEIRA

. O regime geral das associações, in Direito de Associação – o controlo da legalidade, CEJ, Lisboa, 2015, disponível em <http://www.cej.mj.pt>;

HEREMANS, DIRK

. Regulation of Banking and Financial Markets, in Encyclopedia of Law and Economics, 1999;

IOSCO, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS

. Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, Statement of the Technical Committee of IOSCO, outubro de 2002;

. Objectives and Principles of Securities Regulation, fevereiro de 2008;

JORGE, FERNANDO PESSOA

. Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil, Almedina, Coimbra, 1999;

JOYCE, LISA

. Generation Z: The Future of Banking, The Financial Brand, janeiro de 2018, disponível em <https://thefinancialbrand.com/70024/generation-z-banking-marketing-strategy/>;

KENNETH, J. ARROZ

. Information and economic behaviour, in The Economics of Information, vol. 4, Harvard University Press, 1984;

KLAUSNER, EDUARDO ANTÔNIO

. Direito Internacional do Consumidor. A proteção do consumidor no Livre-comércio Internacional, Jurua Editora, Curitiba, 2012;

KRAAKMAN, REINER H.

. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, in Journal of Law, Economics, and Organization, vol. 2, Spring, 1986;

KRISHNAMURTHY, SRINIVASAN / ZHOU, JIAN / ZHOU, NAN

. Auditor Reputation, Auditor Independence, and the Stock-Market Impact of Andersen's Indictment on Its Client Firms, março de 2002 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=817007##);

LARENZ, KARL

. Lehrbuch des Schuldrechts, B. II, Besonderer Teil, 12. Auf., C. H. Beck, München, 1981;

LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES

- . Atividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000;
- . Informação bancária e responsabilidade in Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, vol. III., Almedina, Coimbra, 2002;
- . Direito das Obrigações, vol. I, 15.^a ed., Almedina, Coimbra, 2018;
- . Direito das Obrigações, vol. III, 11.^a ed., Almedina, Coimbra, 2016;

LEITÃO, ADELAIDE MENEZES

- . A concorrência desleal e o Direito da publicidade – Um estudo sobre o ilícito publicitário, in Concorrência Desleal, Almedina, Coimbra, 1997;
- . Normas de proteção e danos puramente patrimoniais, Almedina, Coimbra, 2009;
- . Concessão de crédito, normas de proteção e responsabilidade bancária, in Estudos de Direito Bancário I, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 229-248;

LEWIS, MICHAEL

- . The Big Short – Inside The Doomsday Machine, Penguin Books LTD, USA, 2011 (na versão portuguesa A Queda de Wall Street, Editora Lua de Papel, Lisboa, 2016);

LIZ, JORGE PEGADO LIZ

- . Introdução ao Direito e à Política do Consumo, Editorial Notícias, Lisboa, 1999;

MACHADO, JOÃO BAPTISTA

- . Tutela da Confiança e Venire Contra Factum Proprium, Obra Dispersa, Vol. I, Scientia Iuridica, Braga, 1991;
- . A cláusula do razoável, em Obra dispersa, vol. I, Scientia Iuridica, Braga, 1991, pp. 457-621;

MACHADO, JOSÉ M. GONÇALVES

. A medida de resolução de “BES” e a confiança dos depositantes, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, n.º 2, Almedina, 2017, pp. 429-480;

MAFFEIS, DANIELE

. Intermediario Contro Investitore: i Derivati Over The Counter, in: *Banca Borsa Titoli di Credito*, Volume LXIII, 6, Novembre-Dicembre 2010, Giuffré Editore, 2010, pp. 779-796;

MARQUES, MARIA LEITÃO

. Concorrência e regulação. A relação entre a Autoridade da Concorrência e as Autoridades de Regulação Sectorial, Coimbra, 2005;

MARTINEZ, PEDRO ROMANO

. Direito dos Seguros - Relatório, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (Suplemento)*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005;

. Direito dos Seguros - Apontamentos, Principia, Cascais, 2006;

. Pedro Romano Martinez, Cumprimento defeituoso, em especial, na compra e venda e na empreitada, Almedina, Coimbra, 2015;

MARTINS, ANTÓNIO CARVALHO

. Responsabilidade Pré-Contratual, Coimbra Editora, Coimbra, 2002;

MARTINS, MANUEL SÁ

. Responsabilidade civil das agências de notação de risco por informações prestadas aos investidores, in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n.º 47, abril de 2014;

MATIAS, TIAGO DOS SANTOS

. Os auditores e os serviços distintos de auditoria proibidos: Algumas pistas sobre o novo regime, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 491-523;

. Product Intervention na DMIF II: nótulas sobre o último poder (ou o poder último) conferido às autoridades de supervisão, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 257-278;

MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO

. A Proteção do consumidor de serviços públicos essenciais, in Estudos de Direito do consumidor, FDUC, Centro de Direito do Consumo, n.º 2, 2000;

. O novo regime dos contratos de adesão/cláusulas contratuais gerais, in ROA, Ano 62, vol. I, janeiro de 2002;

MONTEIRO, JOANA PINTO

. O desenvolvimento recente da supervisão bancária comportamental, in O novo Direito bancário, Almedina, Coimbra, 2012;

MONTEIRO, JORGE FERREIRA SINDE

. Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações, Almedina, Coimbra, 1989;

LOURATO, HÉLDER

. O contrato de swap de taxa de juro, Almedina, Coimbra, 2014;

. Swap de taxa de juro: A primeira jurisprudência, in Cadernos de valores mobiliários, n.º 44, 2013, pp. 44 ss.;

NELSON, PHILIP

. Information and consumer behavior, in Journal of Political Economy, vol. 78, n.º 2, 1970, pp. 311-329;

NUNES, FERNANDO CONCEIÇÃO

. Os Intermediários Financeiros, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000;

NUNES, JOÃO ANDRADE

. Os Deveres de Informação no Mercado de Valores Mobiliários: o prospeto, in Revista de Concorrência e Regulação, Coimbra, Ano 6, nº 23-24, julho-dezembro 2015, pp. 179-204;

OCDE,

. Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, julho de 2005, disponível em <http://www.oecd.org/finance/financial-education>;

. Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies, Paris, OCDE Publications, 2005;

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

. DMIF II e Consultoria para investimento: da compliance à revisão de modelos de negócio, in O novo Direito dos valores mobiliários. I congresso sobre valores mobiliários e mercados financeiros, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 217-225;

OLIVEIRA, FERNANDO BAPTISTA DE

. O Conceito de Consumidor: Perspectivas Nacional e Comunitária, Almedina, Coimbra, 2009;

OLZEN, DIRK

. Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, II, 12, Auflage, de Gruyter, Berlin, 2005, 241, n.º 440;

PARK, SEMIN

The duty of disclosure in insurance contract law, Dartmouth Publishing Company, USA, 1996;

PAULINO, AUGUSTO

. A tutela dos consumidores de produtos e serviços financeiros no Direito Moçambicano, Almedina, Coimbra, 2017;

PEREIRA, RUI SOARES

. O nexo de causalidade na responsabilidade delitual, Almedina, Coimbra, 2017;

PINA, CARLOS COSTA

. Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeto no mercado Primário de Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra, 1999;

. Publicidade, promoção e prospeção nos serviços financeiro, in Direito dos Valores Mobiliários, volume IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003;

. Instituições e Mercados Financeiros, Almedina, Coimbra, 2005;

PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA

. Cessão da Posição contratual, Almedina, Coimbra, 1982;

. Carlos Mota Pinto, A Responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos, in BFDUC, Supl. XIV, 1966;

. Teoria Geral do Direito Civil, 4.^a ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2005 e 2012;

PINTO, EDUARDO VERA CRUZ

. Os seguros marítimos nas rotas portuguesas do ultramar: uma perspetiva histórico-jurídica (séculos XV-XVI), in RFDUL, vol. XXXIX, nº1, pp. 258-288;

PINTO, FREDERICO DE LACERDA DA COSTA

. O novo regime dos crimes e contraordenações no Código dos Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, Coimbra, 2000;

PINTO, PAULO MOTA

. Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, in Revista de Legislação e de Jurisprudência Ano 143º, n.º 3987;

. Princípios relativos aos deveres de informação no comércio à distância - Notas sobre o direito comunitário em vigor, in Estudos do Direito do consumidor, n.º 5, Centro de Direito do consumo, Coimbra, 2003;

. Requisitos de relevância do erro nos princípios de Direito europeu dos contratos e no código civil português, in Estudos em homenagem ao Professor Inocêncio Galvão Telles, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 44 ss.;

. Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2009;

POÇAS, LUÍS

. O Dever de declaração inicial de do risco no contrato de seguro, Almedina, Coimbra, 2013;

PRATA, ANA

. Notas sobre Responsabilidade Pré-Contratual, in Separata da Revista da Banca, (n.º 16 e 17), Lisboa, 1991;

. Dicionário Jurídico, vol. I, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2008;

PROCTOR, CHARLES

. The law and practice of international banking, 2.ª ed., Oxford University Press, UK, 2015;

OLIVEIRA, NUNO MANUEL PINTO

. Inexigibilidade judicial do cumprimento de deveres acessórios de conduta?, in Scientia Iuridica, Tomo LI, n.º 293, Maio-Agosto 2002, pp. 295-303;

REGO, MARGARIDA LIMA

. Contrato de seguro e terceiros, in Estudos de Direito civil, Coimbra Editora, Coimbra, 2010;

REIS, NÁDIA

. Responsabilidade civil aquiliana do intermediário financeiro – mito ou realidade?, in RDS, Ano IX, n.º 4, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 781-799;

RIBEIRO, JOAQUIM DE SOUSA

. Cláusulas contratuais gerais e o paradigma do contrato, in BFDUC, vol. 35, 1990;

. O problema do contrato: As cláusulas contratuais gerais e o princípio da liberdade contratual, Almedina, Coimbra, 2003;

. A boa fé como norma de validade, in Ars Iudicandi - Estudos de Homenagem ao Professor Doutor António Castanheira Neve, Volume II - Direito Privado, organizado por José Figueiredo Dias; Gomes Canotilho; Faria Costa, Coimbra Editora, 2008;

ROCHA, RAFAELA

. Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime, in Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 27, agosto de 2007, pp. 97-106 (disponível em <http://www.cmvm.pt/cmvm/publicacoes/cadernos>);

RODRIGUES, ANSELMO / NETO, FRANCISCO AMARAL/ MACHADO, MIGUEL PEDROSA / RODRIGUES, BENJAMIM / RAMOS, MARIA CÉLIA,

. Sigilo Bancário, Instituto de Direito Bancário, Edições Cosmos, Lisboa, 1997;

RODRIGUES, JOANA AMARAL

. Segredo Bancário e Segredo de Supervisão, pp. 55-79, in Direito Bancário, Centro de Estudos Judiciários, Lisboa, fevereiro de 2015, disponível em http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf;

RODRIGUES , SOFIA NASCIMENTO

. A proteção dos investidores em valores mobiliários, Almedina, Coimbra, 2001;

RODRIGUES, LUÍS SILVEIRA

. A proteção do consumidor de seguros, in António Moreira e Manuel da Costa Martins (coordenadores): II Congresso Nacional de Direito dos Seguros - Memórias, Almedina, Coimbra, 2011;

RODRIGUEZ, FERNANDO

. Sociedad de Responsabilidad Limitada y Empresa Familiar, in Revista de Derecho de Sociedades, n.º 21, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003;

ROLDÁN, SERGIO ZAMORANO

. El Contrato de Swap como Instrumento Financiero Derivado, Publicaciones del Real Colegio de España, 2003;

RUY, FERNANDO ESTEVAM BRAVIM

. Direito do Investidor, Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos, Editora Lumem Júris, Rio de Janeiro, 2010;

SANTOS, ANA CORDEIRO / COSTA, VÂNIA

. Regular o consumidor? Novas tendências de política no setor financeiro, Análise Social, 209, XLVIII (4º), 2013, Edição do Instituto de Ciências Sociais da Universidade de Lisboa;

SANTOS, ANTÓNIO CARLOS DOS

. Direito Económico, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004;

SANTOS, FERNANDO TEIXEIRA DOS

. A supervisão financeira em Portugal: avaliação crítica e sugestões para a sua reforma, in O novo Direito dos valores mobiliários, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 297 ss.;

SANTOS, FILIPE MATIAS

. Divulgação de informação privilegiada: o dever de divulgação de informação privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2011;

SANTOS, GONÇALO ANDRÉ CASTILHO DOS

. A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente, Almedina, Coimbra, 2008;

SANTOS, HUGO MOREDO

. Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos, Coimbra Editora., Coimbra, 2011;

SANTOS, PEDRO CASSIANO

. The Banking Regulation Review (Portugal), Editor Jan Putnis, Law Business Research, Londres, 2010;

SANTOS, VICTOR MACEDO DOS

. Os deveres de comunicação e de informação na contratação com base em cláusulas contratuais gerais, in Revista O Direito, Ano 148º, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2016, pp. pp. 951 ss.;

SARAIVA, RUTE SARAIVA

. Direito dos mercados financeiros, 2.^a Ed., AAFDL, Lisboa, 2013;

SCHWARCZ, STEVEN L.

. Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, University of Illinois Law Review, vol. I, 2002;

SEC, Securities and Exchange Commission

. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, janeiro de 2003;

SERRA, VAZ

. Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias, in BMJ, 68º, 1957;

. Prescrição do Direito de indemnização, in BMJ, n.º 87, 1959;

. Anotação ao Acórdão do STJ de 17/02/1980, in Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 113º;

SILVA, EVA SÓNIA MOREIRA DA

. Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação, Almedina, Coimbra, 2006;

. As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo). O caso da indução negligente em erro, Almedina, Coimbra, 2010;

SILVA, JOÃO CALVÃO DA

. A publicidade na formação do contrato, in FDUL – Comemorações dos 35 anos do Código Civil e dos 25 anos da Reforma de 1977, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 687-711;

. Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta, in Revista de legislação e de jurisprudência, Ano 142º, n.º 3979, maio-abril de 2013; pp. 253 ss.;

. Banca, Bolsa e Seguros, 5ª Edição, Almedina, Coimbra, 2017;

SIMON, HERBERT A.

. A behavioral model of rational choice, in The Quarterly Journal of Economics, vol. 69, n.º 1, 1955, pp. 99-118;

SOUSA, SIMÃO MENDES DE

. Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Aposta, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 53., abril 2016, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios>;

STIGLER, GEORGE J.

. The economics of information, in The journal of Political Economy, vol. LXIX, n.º 3, 1961, pp. 213 ss.;

STUYCK, JULES STUYCK

. Who is a consumer?, in The Future of European Contract Law, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2007;

TEIXEIRA, FELIPE CANABARRO

. Da Responsabilidade Civil dos Intermediários Financeiros, quanto às informações que devem prestar aos seus clientes em valores mobiliários, Relatório de mestrado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, apresentado no âmbito do seminário de Direito dos Valores Mobiliários, sob regência da Professora Doutora Paula Costa e Silva, 2006/2007;

TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO

. Direito das Obrigações, 7.^a ed., Coimbra Editora, Coimbra, 1997;

. Culpa na formação do contrato, in O Direito, ano 125º (1993), III-IV (julho-dezembro);

. Manual dos Contratos em Geral, 4.^a ed., Coimbra Editora, 2010;

VALE, ALEXANDRE LUCENA E

. Consultoria para investimento em valores mobiliários, in Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004;

VARELA, JOÃO ANTUNES

. Das obrigações em geral, vol. I, 10.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2003;

VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES / LIMA, ANTÓNIO PIRES DE

. Código civil anotado, I, 4.^a ed., Coimbra Editora, Coimbra 1987;

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE

- . Contratos atípicos, Almedina, Coimbra, 1995;
- . Teoria geral do Direito civil, 8ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015;
- . Taxas de juros do crédito ao consumo: limites legais, in II congresso de Direito bancário (coord. Miguel Pestana de Vasconcelos), Almedina, Coimbra, 2017, pp. 329, ss.;
- . A responsabilidade do banco central pela criação de expectativas infundadas aos investidores, in Revista de Direito comercial, 03/01/2018, pp. 23-25 (disponível em www.revistadedireitocomercial.com);

VASQUES, JOSÉ

- . Contrato de Seguro, Coimbra Editora, Coimbra, 1999;

VAZ , TERESA ANSELMO / PAÍNHO, ANA RITA

- . Protecção de Dados Pessoais e os intermediários financeiros, in Direito dos valores mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra, 2011;

VIGO, RUGGERO

- . La Reticenza dell'Intermediario nei Contratti Relativi alla Prestazione di Servizio d'Investimento, in Banca Borsa Titoli di Credito, Volume LVIII, 6 Novembre-Dicembre 2005, Giuffré Editore, 2005, pp. 665-674;

WATTERSON, STEPHEN

- . Carter v Boehm (1766), in Mitchell, Charles and Mitchell, Paul, (eds.) Landmark Cases in the Law of Contract. Hart Publishing, 2008, pp. 59-118. Disponível em http://pryan2.kingsfaculty.ca/pryan/assets/File/Watterson_2008_on_Carter_v_Boehm_1766.pdf;

WHITTAKER, SIMON / ZIMMERMANN, REINHARD

- . Good faith in european contract law: surveying the legal landscape, in Good faith in european contract law, ed. by Reinhard Zimmermann, Simon Whittaker, Cambridge University Press, Cambridge, 2000;

WILL, MICHAEL

. A mensagem publicitária - obstáculo à formação do contrato, in Comunicação e defesa do consumidor: atas do Congresso Internacional, Instituto Jurídico da Comunicação da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2002;

VII – ÍNDICE

I – Introdução.....	11
1. Apresentação e razão de ser do tema.....	11
2. Delimitação do tema e estrutura do trabalho.....	13
II – O consumidor de serviços financeiros.....	18
1. Qualificação.....	18
1.1. O conceito de consumidor.....	18
1.2. O conceito de investidor.....	25
1.3. O investidor como consumidor.....	31
1.4. O Direito aplicável às operações financeiras com consumidores.....	40
2. Protecção do investidor.....	44
2.1. Fundamentos.....	44
2.2. Medidas Gerais de Protecção.....	47
2.3. Medidas Específicas de Protecção.....	49
2.3.1. Acção Popular.....	50
2.3.2. Associações de defesa dos investidores.....	52
2.3.3 Mediação de conflitos.....	54
2.3.4. Fundos de Garantia.....	56
3. Deveres das instituições financeiras.....	58
3.1. Supervisão comportamental.....	58
3.2. Regras de conduta.....	62

3.3. A informação e a publicidade relativa à comercialização de produtos ou serviços financeiros.....	65
3.4. Deveres de informação no âmbito da relação com os clientes.....	70
3.4.1. Deveres de informação resultantes de fonte legal e regulamentar.....	71
3.4.2. Deveres de informação resultantes da atividade de intermediação financeira.....	73
3.4.3. Deveres de informação resultante da contratação por cláusulas contratuais gerais.....	77
III – Uso de informação enganosa na captação de investimento.....	85
1. Relevância da informação nos mercados financeiros.....	85
1.1. Fundamentos do Dever de Informação na prestação de serviços financeiros.....	85
1.1.1. Acautelar a aversão ao risco.....	88
1.1.2. Reduzir a Assimetria Informativa.....	93
1.1.3. Estimular a Eficiência dos Mercados.....	100
1.2. Dever de Informação como elemento essencial aos contratos.....	104
1.3. Origem do dever de informação.....	110
1.4. Natureza do Dever de Informar.....	115
1.5. Objeto do dever de informação.....	118
2. Regulação pública da informação.....	124
2.1. Génese Histórica.....	124
2.2. Princípios Reguladores.....	128
2.3. Sistema de regulação e supervisão da informação.....	133
2.3.1. Standards de Informação.....	136

2.3.2. Informação Ad Hoc.....	142
2.4. Combate à Literacia Financeira.....	146
3. Falhas e Vícios da Regulação da Informação.....	149
3.1. Privatização da supervisão.....	150
3.2. Atividade de intermediação financeira.....	155
3.3. Auditores financeiros.....	160
3.4. Agências de rating.....	164
3.5. Divulgação e utilização de informação privilegiada.....	170
3.6. Caso BES e BANIF.....	175
3.6.1 Caso BES.....	175
3.6.2. Caso BANIF.....	183
4. Uso de informação enganosa na captação de investimento.....	187
4.1. Enquadramento jurídico: dos deveres de informação à relevância da publicidade enganosa.....	188
4.2. Repressão da informação enganosa.....	197
4.2.1. DMIF II.....	197
4.2.2. Tutela sancionatória do comércio financeiro: em especial a Lei n.º 28/2017.....	210
IV – Tutela civil do consumidor.....	219
1. Da responsabilização civil dos prestadores de serviços financeiros.....	219
1.1. Enquadramento.....	220
1.2. Responsabilidade Bancária.....	221

1.3. Responsabilidade dos intermediários financeiros.	234
2. O caso dos lesados das instituições financeiras por violação de deveres de informação.....	244
2.1 A propósito da violação de deveres de informação do caso BES ou BANIF.....	245
2.2. Tutela da confiança.....	251
2.3. Responsabilidade pela confiança.....	260
2.4. Mecanismos alternativos de proteção dos lesados pela falta ou uso enganoso de informação.....	265
2.4.1. Nulidade do contrato por ser contrário à lei ou aos bons costumes e ordem pública.....	266
2.3.2. Anulação do contrato celebrado com dolo.....	272
2.3.3. Anulação do contrato celebrado com base em erro.....	276
2.3.4. Resolução do contrato por alteração das circunstâncias.....	279
2.5. Articulação dos diferentes mecanismos de tutela.....	291
V – Conclusão.....	301
1. Conclusões gerais.....	301
1.1. Pode um investidor ser classificado como consumidor de serviços financeiros?.....	301
1.2. Relevância do uso e regulação da informação nos mercados financeiros.....	304
1.3. Responsabilidade dos prestadores financeiros.....	310
1.4. Alternativas à responsabilização dos prestadores de serviços financeiros.....	315

2. Considerações finais.....	320
VI – Bibliografia.....	324
VII – Índice.....	352